



# **Criação de Valor em Fusões e Aquisições Horizontais: o caso da Lusitania Companhia de Seguros, S.A.**

**António Manuel de Sousa Brandão**

**Dissertação de Mestrado  
Mestrado em Contabilidade e Finanças**

**Porto – 2015**

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO  
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**



# **Criação de Valor em Fusões e Aquisições Horizontais: o caso da Lusitania Companhia de Seguros, S.A.**

**António Manuel de Sousa Brandão**

**Dissertação de Mestrado**

**Apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto  
para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação  
do Doutor Mário Joel Matos Veiga de Oliveira Queirós.**

**Porto – 2015**

**INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO  
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO**

## Resumo

O aumento verificado nos últimos anos em fusões e aquisições (F&A) resulta da opção dos gestores para fazer face ao aumento da pressão competitiva e ou à necessidade de crescimento rápido.

A literatura sobre os efeitos dos processos de F&A é diversificada e as conclusões são contraditórias.

Neste trabalho pretendemos verificar se o processo de F&A se traduz na criação de valor para o acionista da empresa adquirente. Como métrica de avaliação utilizamos o método de análise dos fluxos de caixa atualizados ou o *Discounted Cash-Flow* (DCF). Para o efeito efetuamos um estudo de caso que vai incidir sobre uma empresa seguradora portuguesa – A Lusitania Companhia de Seguros, S.A. – que recentemente adquiriu, por fusão por incorporação, a Real Seguros, S.A.

Efetuamos uma análise de natureza quantitativa através dos dados do relatório e contas e encontramos evidência de que o desempenho diminuiu após a transação.

**Palavras chave:** Fusões e aquisições, Fusões horizontais, criação de valor, Fluxos de caixa operacionais, DCF.

## **Abstract**

The recent years increase in mergers and acquisitions (M&A) results from the management option to cope with increased competitive pressure or the need for rapid growth.

The literature about the effects of M&A transactions is well diversified and the conclusions are most of time contradictory.

This paper aims to examine if the process of M&A is translated into value creation for shareholders of the acquiring company. As an evaluation metric we use the Discounted Cash Flows (DCF) method. In this context, we carry out a case study that focus on a Portuguese insurance company - Lusitania Companhia de Seguros, SA - which recently acquired, by merger, the Real Seguros, SA.

The quantitative analysis, utilysing the entreprise annual reports, found evidence that financial performance declined after the transaction.

**Keywords:** Mergers and acquisitions; horizontal mergers; value creation; operating cash flows; DCF.

## **Agradecimentos**

À minha família, pela compreensão, motivação e confiança em mim depositada.

Aos meus amigos e colegas de mestrado, pela ajuda e motivação.

Ao meu orientador, Doutor Mário Queirós, agradeço a confiança depositada ao ter aceite o desafio de orientar esta dissertação e pela sua disponibilidade, conhecimento e apoio, essencial na realização deste trabalho.

## **Lista de Abreviaturas**

APV – *Adjusted Present Value*

ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CFROI – *Cash Flow Return on Investment*

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVA – *Cash Value Added*

DCF – *Discounted Cash-Flow*

EUA – Estados Unidos da América

EVA – *Economic Value Added*

F&A – Fusões e aquisições

FCO – Fluxo de Caixa Operacional

LPS – Livre Prestação de Serviços

NCRF – Norma Contabilística de Relato Financeiro

PER – *Price Earnings Ratio*

RO – Resultados operacionais

SLA – *Shareholder Value Added*

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

UE – União Europeia

VAL – Valor Atual Líquido

WACC – *Weighted-Average Cost of Capital*

## Índice geral

1	Introdução .....	1
2	Empresa e Valor .....	5
2.1	Empresa .....	5
2.2	Valor .....	6
2.3	Value drivers.....	8
2.4	Métodos de avaliação de empresas.....	10
2.4.1	Métodos baseados no balanço patrimonial .....	10
2.4.2	Métodos baseados na demonstração do resultado .....	11
2.4.3	Métodos baseados no <i>goodwill</i> .....	11
2.4.4	Métodos baseados nos fluxos de caixa atualizados .....	12
2.4.5	Métodos baseados na criação de valor.....	13
2.4.6	Métodos baseados nas opções reais .....	13
3	Fusões e aquisições.....	16
3.1	Terminologia e conceitos.....	16
3.2	Tipos de fusões .....	17
3.2.1	Fusões horizontais.....	17
3.2.2	Fusões verticais.....	18
3.2.3	Fusões de conglomerado.....	18
3.3	Motivações .....	19
3.4	Fusões e Aquisições na indústria seguradora europeia .....	21
3.5	Criação de valor em F&A.....	24
4	Revisão de literatura .....	26
5	Metodologia e dados.....	35
5.1	Estudo de caso .....	35
5.2	Identificação do objeto de estudo .....	36
5.2.1	Lusitania Companhia de Seguros, S.A. ....	36
5.2.2	O mercado segurador português .....	36
5.3	Dados e metodologia .....	41
5.3.1	Dados .....	41
5.3.2	Metodologia .....	41



6	Resultados.....	48
6.1	Cálculo do valor da empresa .....	48
6.1.1	Cálculo das variáveis .....	48
6.1.2	Valor da empresa .....	52
6.2	Análise dos resultados .....	55
6.3	Motivos do insucesso das F&A .....	56
7	Conclusões.....	58
	Referências Bibliográficas.....	60
	Anexos.....	66
	Anexo 1: Demonstração da Posição Financeira 2004-2008 – período pré-fusão.....	66
	Anexo 2: Conta de Ganhos e Perdas 2004-2008 – período pré-fusão.....	67
	Anexo 3: Demonstração da Posição Financeira 2009-2014 - após fusão.....	68
	Anexo 4: Conta de Ganhos e Perdas 2009-2014 – período após fusão .....	69

## Índice de tabelas

Tabela 1: Principais métodos de avaliação.....	14
Tabela 2: Número de empresas de seguros a operar em Portugal.....	39
Tabela 3: Métodos de cálculo de fluxos de caixa operacional .....	44
Tabela 4: Cálculo do FCO - método indireto de 2004 a 2006.....	48
Tabela 5: FCO - método direto de 2007 a 2014 .....	49
Tabela 6: FCO por ano .....	49
Tabela 7: Cálculo do Custo do Capital Alheio .....	50
Tabela 8: Cálculo da taxa de risco de mercado .....	50
Tabela 9: Beta das companhias europeias cotadas a operar em Portugal.....	51
Tabela 10: Cálculo do CAPM .....	51
Tabela 11: Cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC) .....	51
Tabela 12: Valor da empresa antes da aquisição da empresa alvo.....	52
Tabela 13: Valor da empresa após aquisição da empresa alvo.....	53

## Índice de Gráficos

Gráfico 1: Número de Fusões e Aquisições em Portugal .....	2
Gráfico 2: Número de empresas de seguros com sede em Portugal.....	23
Gráfico 3:Número de empresas de seguros com estabelecimento em Portugal .....	24
Gráfico 4: Produção, Investimentos e Provisões Técnicas das Empresas de Seguros Portuguesas .....	38
Gráfico 5: Evolução dos FCO no período de 2004-2014 .....	54
Gráfico 6: Evolução da produção direta (vendas) .....	54

## 1 Introdução

Nos últimos 20 anos do século XX, uma confluência de fatores, circunstâncias e consequências, levaram a que muitos gestores alterassem o seu modo de pensar e de agir. Registamos a globalização e a desregulação dos mercados de capitais, o fim do controlo do mercado de capitais e de câmbios, o avanço tecnológico a nível da informação, nunca visto até ao momento, um mercado de ações mais líquido, uma melhoria na regulação do mercado dos capitais, mudanças nas atitudes geracionais na direção das poupanças e dos investimentos e expansão dos investidores institucionais.

Os gestores, que sempre se preocuparam com o retorno das ações, começam a repensar as suas estratégias na persecução de criação de valor para o acionista. Acresce que o aumento da pressão competitiva e ou a necessidade de crescimento, levam, também, os gestores a optarem muitas vezes pelas fusões e aquisições (F&A), apresentando-se, estas, como uma alternativa de crescimento mais rápida, dificilmente atingida por meio do crescimento orgânico no mesmo prazo (Castro, 2010).

As estatísticas comprovam, tem havido um incremento gradual destas operações ao longo dos anos.

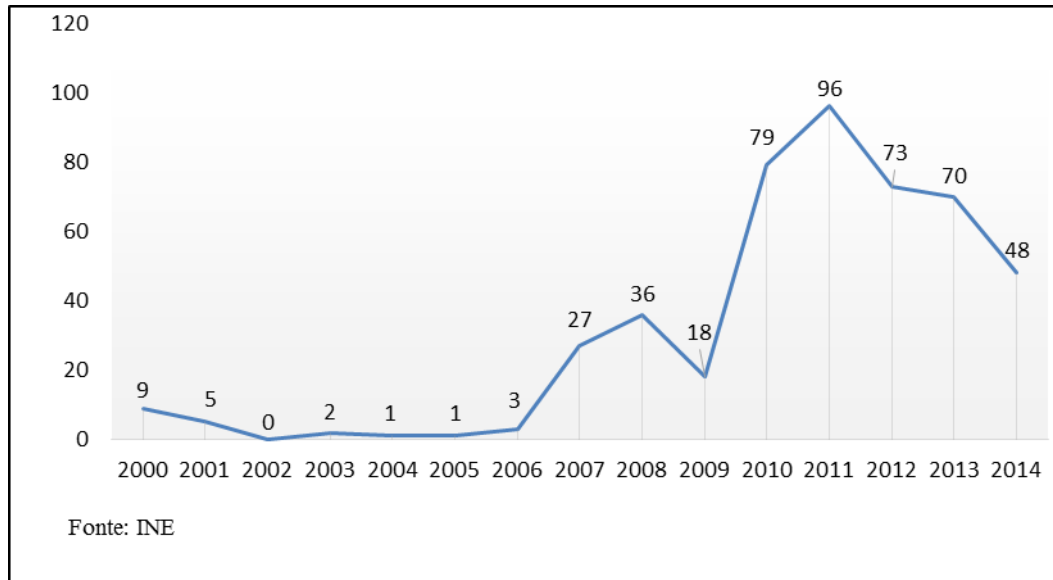
Em 2014, as F&A globais atingiram, até novembro, cerca de US\$  $2,9 \times 10^{12}$ . A Europa, das cinco regiões consideradas<sup>1</sup>, é a que tem maior percentagem de F&A, com 5 266 transações com um valor total de US\$  $792 \times 10^9$ , o que corresponde a 37% do total de transações mundiais (14 092) e, em valor, a um crescimento de 37,7% relativamente a igual período do ano de

---

<sup>1</sup> América Latina, América do Norte, Ásia-Pacífico, Europa e Médio Oriente e África.

2013 (US\$581,3x10<sup>9</sup>). Em Portugal, as F&A totalizavam os US\$22,97x10<sup>9</sup>, correspondendo a 37 transações<sup>2</sup>.

**Gráfico 1: Número de Fusões e Aquisições em Portugal**



Praticamente a pesquisa empírica sobre F&A permanece confinada aos países anglo-saxónicos – Estados Unidos da América e Reino Unido – caracterizados por possuírem um mercado de capitais claramente evoluído e desenvolvido e com um mercado concorrencial muito forte, pelo que quase sempre se limitam a analisarem o desempenho financeiro das ações das empresas envolvidas, ou no período em redor do anúncio da operação ou após a concretização da mesma. Estes estudos têm sido, no que diz respeito à criação de valor na ótica da empresa resultante da fusão, contraditórios (por exemplo, Ferreira, 2002).

Torna-se demais motivador realizar um estudo sobre F&A em Portugal, país, dada a sua dimensão, posição e história, com características muito particulares, mas que a globalização da economia mundial, a crise do *subprime*, logo seguida pela crise da dívida soberana, com

---

<sup>2</sup> Fonte: <http://mergermarketgroup.com/wp-content/uploads/2014/12/Monthly-MA-Insider-December-2014.pdf>. Consulta realizada em 17 de janeiro de 2015.

um consequente aumento da intensidade concorrencial, obrigou, nestes últimos anos, a que muitos gestores portugueses formassem uma nova estratégia através das F&A de modo a tornar as suas empresas mais robustas e competitivas. É pois, na nossa opinião, um desafio realizar um trabalho focalizado em Portugal e nas empresas portuguesas e verificar a conformidade dos resultados com a literatura atualmente existente.

As F&A horizontais são as que despertam mais controvérsia, não só pela questão da política de controlo de concentrações, mas, também, pela existência de economias de escala a elas associadas e, por conseguinte, à criação de valor. É objetivo deste trabalho analisar uma empresa portuguesa envolvida numa operação de F&A horizontal, comparando o seu desempenho antes e depois do processo, utilizando como método de avaliação o *Discounted Cash Flow* (DCF).

Em termos temporais pretende-se analisar o desempenho da empresa adquirente num período de 5 anos anteriores ao processo e nos cinco anos após a sua concretização, e verificar se a mesma criou ou se pelo contrário destruiu valor para o acionista. O ano de transação é excluído da análise por ser afetado por vários fatores aliados à operação.

Analisar uma F&A horizontal portuguesa verificar se a mesma criou ou pelo contrário destruiu valor, é, do ponto de vista financeiro, útil, atual e interessante, além de contribuir para o esclarecimento desta temática.

O método de investigação utilizado foi o de estudo de caso, pois foi o método que nos pareceu mais adequado, pois para além do seu carácter exploratório, permite contribuir para o conhecimento do caso em estudo, mas também relacionar os resultados com a teoria generalizada, fornecendo, em simultâneo, informações para pesquisas futuras.

A conclusão do nosso trabalho coloca em causa a criação de valor neste processo de fusão. Contudo, a degradação verificada nos fluxos de caixa operacionais (FCO), após fusão, não nos permitiu determinar o valor da empresa após a concentração, pelo que os resultados do presente trabalho devem ser considerados com prudência.

Para além da introdução, a presente dissertação está dividida em mais seis capítulos. No capítulo dois é feita uma abordagem à criação de valor, “drivers” de valor e métodos de avaliação quantitativa do valor da empresa. As decisões que levam as empresas a optarem por F&A e tipo de fusões e F&A na indústria seguradora são tratadas no capítulo três. No capítulo quatro faz-se uma revisão de literatura desta área de investigação. A metodologia adotada e os dados utilizados são tratados no capítulo cinco. O capítulo seis revela os resultados da nossa análise e, no capítulo sete são retiradas as conclusões, expõe-se as suas limitações e sugere-se alguns caminhos para investigação futura.

## 2 Empresa e Valor

### 2.1 Empresa

Ferreira (2002, p. 23) afirma que “a criação de valor e de riqueza constitui um dos objetivos primordiais na gestão de qualquer empresa e deve ser preocupação dos seus responsáveis, qualquer que seja o nível hierárquico em que se situem e as tarefas que desempenhem”.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p.10), afirmam que “a finalidade de uma empresa é criar valor para o proprietário”, ou, como refere Neves (2014), na “maximização do valor para os seus sócios/acionistas”.

O tema da criação de valor para o acionista, como mencionado por Neves (2011), Ferreira (2002) e outros autores, foi na literatura inicialmente divulgado por Salomon (1965) e por Anthony, Dearden e Vancil (1965). Contudo, é a partir dos anos 80 do século XX que a perspetiva da criação de valor para o acionista mais se desenvolve com Rappaport (2007). Para Rappaport (2007, p.27) a “única responsabilidade social da empresa é criar valor para o acionista”.

Porém, para Fernandes Ferreira (2004), o “criar valor” não deve ser apenas para os sócios ou acionistas, mas também para os demais *stakeholders* – gestores, empregados, fornecedores, clientes e “até a própria comunidade”, seguindo Clark (1998, citado por Matos & Rodrigues, 2000, p.96) quando afirma que “the purpose of the firm is to create wealth or value for its stakeholders”.

Rappaport (2007, p.30), refere que “uma empresa que cria valor não só beneficia os seus acionistas, mas também o valor de todos os direitos das partes envolvidas, ao passo que, em contrapartida, todas as partes envolvidas se ressentem quando a direção fracassa na criação de valor para o acionista”, aproximando-se, assim, da abordagem dos *stakeholders*, cujos fundamentos conceptuais foram apresentados por Penrose (1959, citado por Matos & Rodrigues, 2000, p.97) e que se baseavam na perspetiva que as empresas não eram mais do



que “um conjunto de agentes económicos que se interagem por forma a atingir determinados objetivos”. Afasta-se, porém, ao colocar o enfoque nos acionistas.

Sundaram (2006), por sua vez, coloca a questão se uma empresa deve ser gerida a favor dos acionistas, dos *stakeholders* ou de ambos, defendendo que uma empresa deve ser “claramente gerida” a favor dos seus acionistas, pois, a maximização do valor dos acionistas beneficia todos, aproximando-se, assim de Rappaport (2007).

Neves (2014), vem afirmar que a maximização do valor para os acionistas está a ser posto em causa pela necessidade de “compatibilizar os vários interesses que confluem na empresa (*stakeholders*) e pelo princípio da racionalidade limitada de que as pessoas tomam decisões racionais apenas em relação aos aspetos ou situações que conseguem perceber e interpretar”.

Por outro lado, e atendendo à particularidade do mercado português, refere Neves (2014), que a expressão “valor para os acionistas” não é suficientemente geral, “uma vez que se refere exclusivamente a uma forma de sociedade comercial”. Assim, conjugando, por um lado, os interesses dos *stakeholders*, e, por outro, a singularidade portuguesa, refere que faz mais sentido a utilização da expressão “maximização do valor da empresa” ou de “criação de valor”.

Esta posição está em consonância com Ferreira (2002), que refere que a noção de criação de valor para o acionista é mais característica dos Estados Unidos da América (EUA), prevalecendo na Europa, em particular na União Europeia (UE), uma noção de equilíbrio e de que a criação de valor para o acionista não é benéfica para os restantes interessados.

## **2.2 Valor**

Assumindo que o comportamento dos gestores é o da maximização da riqueza dos acionistas, ou a criação de valor, urge definir em que consiste criar valor.

Mencionava Fábio Besta (1922; citado por Sá, 1995), “a expressão valor (...) resulta do juízo do grau de comportamento de um dado bem em anular um desejo ou uma necessidade nossa, ou seja a sua utilidade”.

O valor de uso para uma entidade, em conformidade com a Norma Contabilística de Relato Financeiro (NCRF) 8 – Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas – corresponde ao “valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados, que se espera que surjam do uso continuado de um ativo ou unidade geradora de caixa e da sua alienação no fim da sua vida útil”.

Marques (2000, p.230) refere que “uma empresa vale o equivalente ao valor atualizado dos *cash-flows* que ela possa gerar no futuro, sendo a taxa de atualização os custos de capitais (...) utilizados para financiar todo o investimento instalado na empresa”, chamando ao valor assim obtido, o “valor substancial”, pois “representa o autêntico valor da empresa, aquele que, em condições ideais, deveria servir como base para o seu diagnóstico financeiro”.

Para Ross *et al.* (2002), o valor de uma empresa é dado pelo valor da dívida e pelo capital próprio. Rappaport (2007), refere que a “abordagem do valor para o acionista” calcula o valor económico de uma entidade descontando os *cash flows* previstos e utilizando como fator de desconto o custo de capital. O valor económico de uma empresa é a soma dos valores da dívida e do seu património líquido, chamando a este valor, o valor societário e ao capital próprio, isto é, ao valor correspondente ao património líquido, de “valor para o acionista”.

O “valor societário” é, assim constituído por dois componentes fundamentais: (1) o valor atual dos *cash flows* procedentes das atividades da empresa durante o período que abrange a previsão; e (2) o “valor residual” que representa o valor atual da empresa atribuível ao período seguinte ao período de previsão.

Como refere Fernández (2007), de um modo geral o valor de uma empresa é diferente para os diferentes compradores e pode também ser diferente para o comprador e vendedor, pois, como refere Marques (2000), é muita a “variedade e complexidade de problemas práticos encontrados” que “não só não é legítimo interpretar a avaliação de uma empresa como o resultado matemático de um exercício certo”.

Por outro lado, não podemos confundir valor com preço. Enquanto que o valor “é o resultado de um exercício analítico de representação das expectativas futuras relativas aos *cash flows*”, o preço, por sua vez, “é o resultado de interação da oferta e da procura” (Marques, 2000), ou seja, o preço é a quantidade acordada entre o vendedor e o comprador (Fernandéz, 2007).

## 2.3 Value drivers

Para Fernandes Ferreira (2004, p. 479) não se deve “confundir a finalidade da gestão ou seja o desempenho dos gestores na empresa com a própria finalidade desta. A gestão é a forma, o meio de a empresa exercer as suas atividades com vista à prossecução do seu objetivo, finalidade”.

Para a teoria neoclássica, desenvolvida num contexto histórico em que a empresa e o seu proprietário se identificavam, o objetivo da empresa é a maximização do lucro. Parece razoável supor que esta seja orientada para a maximização de lucro nestas circunstâncias. Porém, quando proprietário e gestor não se identificam, nem sempre é obvio que as decisões que os gestores tomam sejam determinadas com esse objetivo. Este foi um dos aspetos que Hay e Moris (1991, citado por Matos & Rodrigues (2000, p. 37)) fundamentam as suas dúvidas da “universalidade deste comportamento maximizador”.

A questão da criação de valor para o acionista, como o estudo da avaliação de empresas, só começou a desenvolver-se com o aparecimento das sociedades anónimas que trouxeram a dispersão do capital.

Havendo uma diferença entre o dono e quem controla, não há razão para acreditar que o gestor, que serve como “agente” do dono, agirá sempre no melhor interesse dos acionistas, ou, se pelo contrário tendem a prosseguir e a defender os interesses próprios.

Para Jensen e Meckling (1976), a empresa é um nexo de contratos implícitos e explícitos entre os diversos *stakeholders*, sendo os gestores “agentes” dos acionistas (donos). Através do “contrato de agência”, o *dono* (acionista – o *principal*) contrata e delega algumas decisões ao agente (gestor), e “se ambos maximizarem a sua utilidade, existem boas razões para

acreditar que o agente nem sempre age no melhor interesse do *principal*”. Apontam, porém, formas de o *principal* limitar esta divergência de interesses, estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitorização.

Porém, Sundaram (2006), chama a atenção para o facto de muitas vezes os incentivos, levarem os agentes a tomar decisões de curto prazo e não de longo prazo, e, nomeadamente as *stock options*, serem um risco excessivo para tendências de curto prazo. Isto porque, “uma gestão baseada em valor prioriza o longo prazo, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados e agregar riqueza aos acionistas”.

De acordo com Neves (2014) e Rappaport (2007), a fonte de criação de valor da empresa é a sua vantagem competitiva.

Rappaport (2007, p.97) afirma que “adquirir vantagem competitiva e criar valor para o acionista são objetivos equivalentes”. Qualquer formulação estratégica deve conduzir a vantagens competitivas, ou seja, os gestores deverão avançar com as estratégias que criam valor.

Estas, de acordo com Neves (2007, p. 50) “resultam da exploração de vantagens competitivas sustentáveis a longo prazo”. Assim, “uma empresa cria vantagem competitiva quando o valor a longo prazo da sua produção ou das suas vendas é maior que os seus custos totais, incluindo nestes, os custos do capital” (Rappaport, 2007, p. 109). “A criação de valor depende da tradução destas vantagens competitivas em fluxos de caixa futuros” (Neves, 2014, p.50). Uma gestão baseada na criação de valor preocupa-se com os fluxos de caixa no médio e longo prazo

Ferreira (2002) refere que “as fontes de valor no interior das organizações são as pessoas, os produtos ou serviços, os processos, o conhecimento e todo um conjunto de ativos ou de posições intangíveis”.

Ferreira (2002) engloba em três categorias as decisões dos gestores que conduzem à criação de valor: (i) “decisões de crescimento ou expansão, sempre que os investimentos efetuados proporcionem rendimentos superiores ao custo de capital”; (ii) “ganhos de eficiência, de

escala ou de outro tipo em atividades que, embora criem valor, se deseja aumentem ainda mais a sua contribuição através de acréscimos dos resultados operacionais ou de reduções no custo de capital”; (iii) “reestruturações, em particular as transformações e as retiradas ou vendas de negócios sempre que a estrutura da organização não consiga proporcionar os valores esperados pelo mercado ou pelos seus decisores responsáveis e cujos rendimentos sejam insuficientes para cobrir o custo de capital”.

Como refere Neves (2014, p. 325), “o valor de uma empresa é, em grande parte, função da potencialidade das vendas e da sua capacidade em gerar resultados e fluxos de caixa que, por sua vez, são função da potencialidade de crescimento do mercado e da posição concorrencial da empresa. No fundo, tudo depende da estratégia da empresa em criar e utilizar vantagens competitivas”.

## **2.4 Métodos de avaliação de empresas**

De acordo com Fernández (2007), a compreensão do mecanismo de avaliação de empresas é um requisito indispensável para todos os financeiros, não só devida à sua importância no caso de fusões e aquisições mas também porque o processo de avaliação ajuda a empresa a identificar fontes de criação e de destruição de valor económico dentro da empresa.

Os métodos de avaliação são classificados em seis grupos: modelos baseados no balanço patrimonial, na demonstração de resultados, mistos (*goodwill*), no fluxo de caixa, na criação de valor e nas opções. Muito sucintamente abordaremos cada um destes modelos:

### **2.4.1 Métodos baseados no balanço patrimonial**

Estes métodos propõem-se determinar o valor de uma empresa estimando o valor dos seus ativos. Consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, no seu balanço. Eles determinam o valor de um ponto de vista estático, não contemplando a possível evolução futura da empresa ou o valor temporal do dinheiro. Além disso não consideram outros fatores que também podem afetar o valor da empresa, tais como, a situação da atividade em que a

empresa se enquadra, recursos humanos, problemas organizacionais, contratuais e outros que não aparecem nas demonstrações financeiras.

Enquadram-se neste grupo, os seguintes métodos: *book value*, *adjusted book value*, valor de liquidação e valor substancial.

#### **2.4.2 Métodos baseados na demonstração do resultado**

Os métodos baseados na demonstração do resultado buscam determinar o valor das empresas através do volume dos lucros, vendas ou outros indicadores de resultado que são apresentados. Por exemplo, é muito comum analisar o desempenho das empresas multiplicando a sua capacidade de produção anual (ou suas receitas anuais) por uma taxa, conhecida como múltiplo.

Esta categoria inclui modelos baseados no *price earnings ratio* (PER). De acordo com este método, o preço de uma ação é um múltiplo dos lucros gerados.

#### **2.4.3 Métodos baseados no *goodwill***

O *goodwill* (trespasse) corresponde ao ativo intangível que resulta da diferença entre o preço de transação e o valor dos ativos e dos passivos avaliados individualmente ao justo valor ou de outros fatores que valorizam a empresa e são inseparáveis dela, nomeadamente, nome, reputação, fidelidade e produtos.

Um dos grandes inconvenientes deste método prende-se na dificuldade da determinação do seu valor, pois não existe um consenso entre os analistas na adoção de uma metodologia para o seu cálculo.

Os métodos baseados no *goodwill* utilizam uma abordagem mista: avaliam estatisticamente os ativos de uma empresa e, por outro lado, procuram quantificar o valor que a empresa poderá gerar no futuro. Basicamente, estes métodos procuram determinar o valor da empresa

através de uma estimativa que combina o valor de seus ativos líquidos adicionados a um ganho de capital proveniente do valor de futuros lucros.

Destes métodos, salientamos: o método clássico, o modelo dos peritos contabilísticos da UE e o modelo simplificado da UE (*abbreviate goodwill income method*).

#### **2.4.4 Métodos baseados nos fluxos de caixa atualizados**

Estes modelos procuram determinar o valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro, descontados a uma taxa condizente com o risco associado a esse fluxos.

Para Marques (2000) e Damodaran (2002, citado por Muller & Teló, 2003), o valor de uma empresa é o valor presente dos seus fluxos de caixa previstos ao longo da sua vida.

Os modelos baseados nos fluxos de caixa atualizados têm sido os mais utilizados na avaliação de empresas, porque são “os únicos conceitualmente corretos” (Fernández, 2004, p. 14).

Neste modelo as empresas são vistas como geradoras de fluxos de caixa e o seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto ajustada ao risco inerente aos fluxos de caixa estimados.

São modelos que se baseiam em cuidadosas previsões, para cada período, para cada item financeiro relacionado com fluxos de caixa correspondentes às operações corporativas, como por exemplo, o valor das vendas, gastos com pessoal, matérias-primas, gastos administrativos, comerciais, pagamento de empréstimos.

Dos modelos baseados nos fluxos de caixa atualizados, salientamos o *discounted cash flow* (DCF), modelo geral, tendo todos os restantes derivado deste, nomeadamente, o *free cash flow*, o *equity cash flow* e o *capital cash flow*.

#### **2.4.5 Métodos baseados na criação de valor**

Os modelos de criação de valor são praticamente todos representados pelo EVA (*Economic Value Added*), fazendo-se muito pouco uso de modelos não convencionais como, por exemplo, o do resultado económico (*economic profit*).

O EVA, que de acordo com Neves (2011), mais não é a redescoberta e a red denominação do resultado residual, conceito que “existe há muito tempo na literatura, embora com diversas designações”, foi registado pela consultora Stern Stewart & Co., nos finais dos anos 80.

Efetivamente, nos anos 80 do século XX, a pressão para incutir nos gestores o dever de se preocuparem com a criação de valor para o acionista e que teve em Rappaport um dos líderes dessa corrente, e as críticas que este fez “aos métodos convencionais de análise da performance através de rácios financeiros levou a que os gestores e os analistas do mercado de capitais aderissem a métricas que procuram captar melhor a noção de valor económico criado” (Neves, 2011, p. 91).

“Por definição, o EVA [...] é um modelo que foi criado para a utilização em empresas, como fonte de informação relacionado à criação de valor ao acionista, que possibilita o conhecimento e a mensuração do desempenho empresarial” (Muller & Teló, 2003). O seu conceito deriva da abordagem do lucro económico, o qual mede o valor criado em um negócio em um determinado período de tempo.

Como outros modelos baseados na criação de valor, temos o CFROI (*cash flow return on investment*), o CVA (*cash value added*) e o SVA (*shareholder value added*).

#### **2.4.6 Métodos baseados nas opções reais**

Os gestores no desenvolvimento da sua atividade podem tomar decisões que alteram o padrão de fluxos de caixa futuros inicialmente previstos, em virtude das circunstâncias de momento, podendo adiar, inclusive, investimentos, aguardando o momento mais oportuno. Na prática da gestão das empresas, existem muitas opções – opções reais – que os gestores podem tomar e decidirem. Isto é, os gestores têm uma certa flexibilidade de decisão.



Uma opção real pode ser definida como um direito (mas não uma obrigação) de tomar uma decisão (adiar um investimento, expandir, abandonar um negócio, etc.) a que está associado um custo predeterminado (um investimento inicial) designado por preço de exercício, direito que se mantém por um determinado período a que corresponde o prazo de exercício da opção.

As opções reais são normalmente classificadas em função do tipo de flexibilidade que criam para a gestão. Temos, assim, opção de diferimento, opção de extensão, opção de alteração, opção de escala das operações, opção de mudança de atividade, opção de interrupção, opções contratuais, opções de aprendizagem, opções compostas e opções arco-íris (Neves, 2002, p. 310).

O objeto da teoria das opções reais é justamente valorar esta flexibilidade gerencial.

Como modelos baseados nas opções reais, temos, por exemplo, o modelo de Black e Scholes e o modelo binominal.

No quadro I apresentamos os diferentes grupos e os vários modelos existentes em cada um dos grupos.

**Tabela 1: Principais métodos de avaliação**

MAIN VALUATION METHODS					
BALANCE SHEET	INCOME STATEMENT	MIXED (GOODWILL)	CASH FLOW DISCOUNTING	VALUE CREATION	OPTIONS
Book value Adjusted book value Liquidation value Substantial value	Multiples PER Sales P/EBITDA Other multiples	Classic Union of European Accounting Experts Abbreviated income Others	Equity cash flow Dividends Free cash flow Capital cash flow APV	EVA Economic profit Cash value added CFROI	Black and Scholes Investment option Expand the project Delay the investment Alternative uses

Fonte: Fernández (2004)

O objetivo de uma avaliação é determinar o valor da empresa tendo em atenção a sua situação particular. É em função da natureza e da situação da empresa que se opta por um ou outro

método. De um modo geral, o método mais adequado para avaliar uma empresa é o da atualização dos fluxos de caixa futuros estimados, assumindo a continuidade das operações.

Duque (2010)<sup>3</sup>, sintetiza este capítulo, ao afirmar que a empresa é um “conjunto de meios técnicos, humanos e financeiros, organizados com vista à concretização de um determinado fim económico, o qual passa pelo exercício de uma atividade orientada para a satisfação das necessidades dos seus vários *stakeholders*, nomeadamente os seus clientes (pela oferta de bens e serviços), os trabalhadores (através do emprego e contraprestação salarial), os acionistas (pela realização do lucro que remunera o risco incorrido), os credores (pelo reembolso do capital e juros em prazo acordado), os fornecedores (pela procura dos bens e serviços), e o Estado (pelo cumprimento das obrigações fiscais e legais).

---

<sup>3</sup> Duque, João (31/07/2010). *Empresas? O que é isso?* [www.expresso.sapo.pt/empresa-o-que-e-isso=f596867](http://www.expresso.sapo.pt/empresa-o-que-e-isso=f596867).

### 3 Fusões e aquisições

As F&A ou “combinações empresariais” (*business combinations*) fazem parte do mundo empresarial moderno, com mercados de capitais claramente evoluídos e desenvolvidos, transformando grandes corporações em sociedades multinacionais e transacionais.

Aplaudidas por uns e aceites por muitos como condição indispensável à manutenção da capacidade competitiva das empresas, receadas e ou criticadas por outros pela posição de dependência em que coloca os consumidores e pelo risco de insucesso para as empresas envolvidas, são sempre fonte de controvérsia (Matos & Rodrigues, 2000). Como referem Ross *et al.* (2002, p.821) *there is no more dramatic or controversial activity in corporate finance than the acquisitions of one firm by another or the merger of two firms.*

As F&A são, tipicamente, um fenómeno económico que ocorre por vagas ou ciclos (Neves, 1997). Nos EUA foram identificados 5 ciclos, tendo o último iniciado em 1995 até ao presente, sendo caracterizado por F&A transacionais e transcontinentais. As F&A tornam-se, assim, preponderantes para o desenvolvimento do mundo económico e financeiro, principalmente no que diz respeito à internacionalização de empresas.

#### 3.1 Terminologia e conceitos

“A literatura sobre este tema utiliza indiscriminadamente designações tais como fusões, aquisições, “fusões e aquisições”, *takeover* (tomada de controlo de uma empresa), participações, etc., não sendo sempre claro, o sentido em que são utilizados aqueles termos” (Valente, 1999). Mas, como refere Halperin e Bell (1992, citado por Vazirani, 2012), os termos “F&A” são utilizados indistintamente “porque o resultado é o mesmo – uma companhia assume o controlo sobre a outra”. Porém, citando Valente (1999, p.5), teremos uma “aquisição, quando os acionistas de uma das empresas abandonam, e, falaremos de uma fusão quando todos ficam como acionistas”.

Como notam Matos e Rodrigues (2000), no ordenamento jurídico português não existe uma definição de fusão de empresa, podendo, no entanto a mesma ser deduzida da descrição que

o artigo 97º do Código das Sociedades Comerciais (CSC) faz da forma como tal operação se pode concretizar. Assim, nos termos do CSC a fusão pode concretizar-se de duas formas: (i) uma das sociedades - sociedade incorporante - absorve o património da(s) outra(s) sociedade(s) – sociedades incorporadas - extinguindo-se, estas. Neste caso a sociedade incorporante entrega por contrapartida aos sócios ou acionistas das empresas incorporadas, quotas ou ações representativas do seu capital social, na base do valor atribuído durante as negociações ao património da empresa alvo em relação ao valor da incorporante. Este processo é designado por “fusão absorção, fusão por incorporação ou aquisição” [ $A + B = A$ ]. A expressão saxónica equivalente é *Acquisition*; ou (ii) é criada uma nova sociedade que absorve o património de todas as empresas fundidas e se atribuem aos sócios e acionistas da nova empresa as respetivas partes de capital em função do valor atribuído durante as negociações a cada uma das empresas a serem fundidas na nova sociedade [ $A + B = C$ ]. Este processo é conhecido por “fusão concentração, fusão consolidação, fusão-criação ou fusão-pura”. É neste sentido que se utiliza a expressão anglo-saxónica *merger*.

## **3.2 Tipos de fusões**

Sob um ponto de vista económico, distinguem-se vários tipos de fusões: fusões horizontais, fusões verticais e fusões de conglomerado.

### **3.2.1 Fusões horizontais**

As fusões horizontais envolvem duas empresas que operam e competem na mesma indústria e atuam no mesmo mercado, resultando daí duplicação dos meios existentes, e desejarem formar uma organização com maior dimensão.

As alterações verificadas nas últimas décadas – globalização, desregulamentação, aprofundamento da UE – e as consequências que as acompanharam – intensificação da concorrência, maior flexibilidade e maior dificuldade na coordenação de aplicação das leis de concorrência entre os dois grandes espaços económico mundiais – explicam o facto de as F&A horizontais terem-se tornado o instrumento de decisão dominante nas estratégias de crescimento a nível mundial.

A obtenção de economias de escala é o objetivo natural das fusões e aquisições horizontais (Brealey, Myers e Allen, 2011, e Ferreira, 2002). Podem obter-se economias de escala na produção, distribuição e em qualquer outra função do tipo comum, o que acontece quando o custo unitário médio dos produtos fabricados e vendidos decresce à medida que a produção e as vendas aumentam.

### **3.2.2 Fusões verticais**

As fusões verticais acontecem quando uma empresa ganha propriedade sobre outra empresa que trabalha na mesma indústria, mas em diferentes estádios de produção. As atividades a fundir são afins ou complementares.

As fusões verticais visam economias na integração vertical, procurando o máximo controlo possível sobre o processo de produção, expandindo-se a montante, em direção à fonte das matérias-primas e a jusante em direção ao consumidor final.

A obtenção de sinergias operacionais é uma das razões para a integração vertical.

### **3.2.3 Fusões de conglomerado**

Os conglomerados ocorrem quando uma empresa adquire outra que opera e se situa numa indústria completamente diferente da do adquirente. Referem-se a empresas que atuam em mercados não relacionados.

Weston *et al.* (1998, citado por Valente, 2005) fazem referência aos chamados conglomerados financeiros e aos conglomerados administrativos ou de gestão.

Os primeiros providenciam um fluxo de fundos financeiros para cada segmento operativo, exercem controlo e são os últimos responsáveis pelos riscos financeiros assumidos. Teoricamente têm a seu cargo o planeamento estratégico, mas não participam nas decisões operacionais. No caso dos conglomerados administrativos ou de gestão, estes assumem não

só a responsabilidade financeira e o controlo mas participam das decisões correntes de gestão.

A obtenção de eficiências operacionais é uma potencialidade dos conglomerados administrativos ou de gestão.

### **3.3 Motivações**

As fusões, de todos os comportamentos empresariais são, porventura, as que têm um impacto mais imediato e óbvio sobre a estrutura dos mercados em que as empresas atuam. Alteram a estrutura do mercado no sentido de uma maior concentração e reduzem o número de concorrentes, aumentando assim a possibilidade de práticas de conluio e, como tal, serem objeto de análise por parte das autoridades de concorrência.

De acordo com Brealey et al., 2011 as fusões acontecem (i) para obtenção de economias de escala (objetivo natural das fusões horizontais); (ii) para obtenção de recursos complementares. Diz-se que duas empresas “possuem recursos complementares – quando cada uma tem aquilo de que a outra necessita – e dessa forma pode fazer sentido a fusão<sup>4</sup>; (iii) para aproveitamento de Benefícios fiscais. Caso de uma empresa que pode ter benefícios fiscais potenciais mas não dispõe de lucros para tirar proveito deles; (iv) porque existem fundos excedentários. Quando a empresa tem excedentes de tesouraria, os gestores, em vez de os distribuir pelos acionistas e na falta de boas oportunidades de investimento, preferem aplicá-los, frequentemente, em fusões, pagas em dinheiro, como forma de reaplicar o seu

---

<sup>4</sup> As duas empresas valem mais juntas do que separadas, porque cada uma adquire algo de que não tem, e consegue-o a um custo menor do que se atuasse sozinha. A fusão pode também fazer surgir oportunidades que nenhuma das empresas conseguiria de outra forma.

capital; e, por último, (v) para eliminar ineficiências. Uma empresa com uma gestão fraca ou ineficiente é uma candidata a ser alvo.

Ferreira (2002), da mesma forma que os autores mencionados acima, refere que as razões mais comuns para as fusões são: (i) a exploração de diferenciais de eficiência entre as empresas; (ii) aumento do poder de mercado e crescimento; (iii) vantagens fiscais; (iv) problemas de agência; (v) avaliação do mercado; e (vi) redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios.

Damodaran (2005), refere que muitas F&A são justificadas com o argumento de criarem sinergias, definindo-a como o valor adicional que é gerado pela combinação de 2 empresas, criando oportunidades que não estão disponíveis quando atuam independentemente.

Divide as sinergias em dois grupos: (i) sinergias operacionais e (ii) sinergias financeiras.

As sinergias operacionais são as que permitem aumentar o resultado operacional dos ativos existentes, aumentar o crescimento ou ambos. Categoriza-a em quatro categorias: economias de escala, maior poder de mercado, combinação de diferentes forças funcionais e crescimento elevado num novo ou num mercado existente. As sinergias operacionais afetam as margens, retornos e crescimento, e através disto, o valor da empresa envolvida no processo de F&A.

Com as sinergias financeiras o retorno pode tomar a forma de maiores fluxos de caixa ou de menor custo de capital, ou ambos. Inclui, entre outros, os benefícios fiscais e a diversificação.

Num estudo de *benchmarking* realizado pela Associação Industrial Portuguesa em 2013, dois motivos dominantes, que poderão surgir combinados, justificam o porquê das empresas portuguesas executarem uma ou mais operações de fusão: o aumento da quota de mercado onde a empresa atua (54%) e maior amplitude geográfica de atuação (44%).

Além destas, relacionados ao crescimento de um modo geral, existem motivações relacionadas com sinergias ou seja questões de eficiência/produtividade, de diversificação,

de incorporação de tecnologia e/ou boas práticas e ainda oportunidades de compra abaixo do valor ou identificação de melhoria da gestão na empresa.

Como referem Matos e Rodrigues (2000), as fusões podem contribuir de duas formas para a criação ou o reforço, do poder de mercado: em primeiro lugar, alteram a estrutura do mercado, no sentido de uma maior concentração; e, em segundo lugar, reduz o número de concorrentes no mercado.

Brealey *et al.*, 2011, consideram a diversificação, o aumento do lucro por ação e os custos financeiros mais baixos, motivos muito questionáveis para fusões, argumentando com exemplos concretos. No caso da diversificação, consideram que esta não conduz necessariamente a um aumento do valor da empresa e que só é justificável se houver sinergias entre as empresas em causa.

### **3.4 Fusões e Aquisições na indústria seguradora europeia**

A Europa assistiu, na década de 90, a um aumento de F&A na atividade financeira motivadas, entre outras, pela desregulação que se fez sentir na UE com a introdução de uma série de diretivas para a banca e seguros, cujo objetivo era o de criar um mercado único para as empresas de serviços financeiros.

O Grupo dos 10<sup>5</sup> (2001, citado por Cummins & Weiss, 2004), relatam 2.549 transações de consolidação envolvendo empresas financeiras europeias, num total de  $504 \times 10^9$  dólares, de

---

<sup>5</sup> O Grupo dos Dez (G10), assim designado por na sua origem (1962) ter estado 10 países, é uma organização internacional que une representantes de 11 economias desenvolvidas. Atualmente é composto pelos seguintes países: Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos. Estes países consultam-se e cooperam em assuntos económicos, monetários e financeiros. Os Ministros das Finanças e Governadores dos bancos centrais do Grupo dos Dez reúnem-se, quando necessário, aquando das reuniões do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial. Os relatórios e *press releases* dos Ministros e Governadores do Grupo dos Dez ou publicados sob a égide do Grupo dos Dez estão disponíveis no BIS-Bank for International Settlements. Também podem ser obtidos no FMI ou na OCDE. (<https://pt.wikipedia.org/wiki/G10>, consulta em 30 de setembro de 2015).



1990 a 1999. Este total inclui 507 transações de empresas de seguros, no total de \$127x10<sup>9</sup> dólares.

Referem, também, que estas transações respeitam tanto a aquisições internas (dentro do mesmo país) como a aquisições transfronteiriças, sendo o reforço de posicionamento no mercado interno, o motivo das primeiras, e, aproveitando a vantagem da desregulação e da união monetária, para abrir ou expandir o seu mercado a países vizinhos.

A resseguradora Swiss Re (2015) questiona se não estamos novamente numa onda de fusões. Numa análise efetuada à globalidade do mercado, constatou que as F&A no setor segurador estão a aumentar, embora a níveis inferiores aos verificados antes das “crises”.

Como bem faz notar, as F&A respondem tanto a fatores estruturais como cíclicos. Assim, relativamente aos primeiros, elencam a mudança de regulação, inovação tecnológica e a distribuição como fatores motivadores, já que afetam a competitividade, pelo que o seu impacto é gradual. A evolução dos ciclos económicos, os movimentos associados aos mercados financeiros e as condições de subscrição do mercado, são fatores que também têm grande importância.

Como razões para as fusões por parte das empresas referem o capital excedentário das seguradoras, a diversificação, o ganhar dimensão e o aumento de rentabilidade.

Em Portugal, a concentração de empresas seguradoras de direito português (i.e., com sede em Portugal) tem sido gradual. De 1998 a 2014 registam-se menos 8 empresas seguradoras. Porém, assinalam-se duas vagas de maior concentração: a primeira no período de 1999-2004; e a segunda, de 2008-2013.

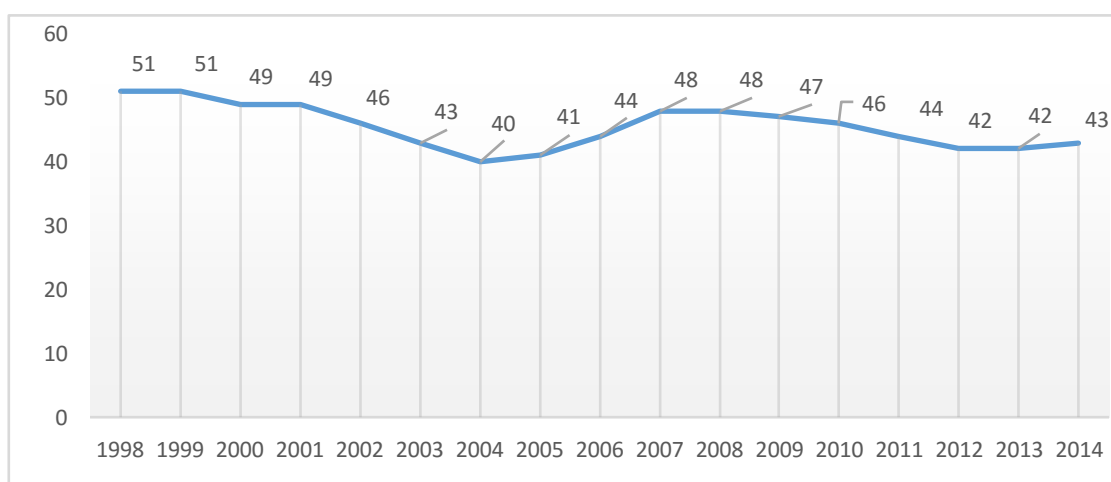
A reorganização de grupos, associada a ganhos de eficiência, foi o principal motivo das ondas de concentração verificadas, seguindo-se o aumento da quota de mercado (crescimento).

Se analisarmos a totalidade das empresas de seguros com estabelecimento em Portugal, verificamos que há uma diminuição de 21 empresas de seguros no período 1998-2014. Ora,

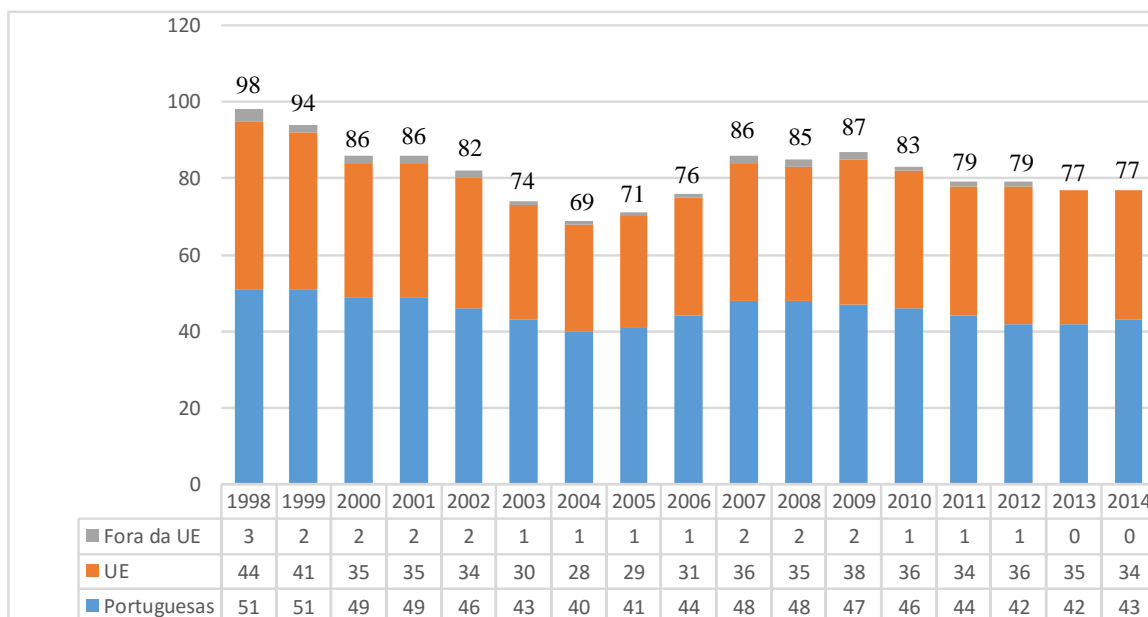
essa diminuição não é na sua totalidade devida a concentração, mas sim ao facto de ter havido empresas de seguros que deixaram de operar em Portugal.

Infra, mostramos dois gráficos: no primeiro (Gráfico 2), apresentamos a evolução das empresas de seguros com sede em Portugal no período 1998-2014; no segundo (Gráfico 3), vemos a evolução das empresas de seguros com estabelecimento em Portugal para o mesmo período.

**Gráfico 2: Número de empresas de seguros com sede em Portugal**



Fonte: Relatórios do Setor Segurador e Fundos de Pensões,ASF. Elaboração própria.

**Gráfico 3: Número de empresas de seguros com estabelecimento em Portugal**

Fonte: Relatórios do Setor Segurador e Fundos de Pensões, ASF. Elaboração própria.

A análise dos gráficos permite-nos confirmar que a diminuição líquida verificada no número de empresas (21) deve-se, em grande parte, à saída do mercado português e não à concentração do setor.

### 3.5 Criação de valor em F&A

Independentemente da razão subjacente às F&A, não podemos esquecer que “a criação de valor e de riqueza constitui um dos objetivos primordiais na gestão de qualquer empresa e deve ser preocupação dos seus responsáveis, qualquer que seja o nível hierárquico em que se situem e as tarefas que desempenhem” (Ferreira, 2002, p.23). Neste contexto, as F&A surgem como uma alternativa de crescimento, isto é, de criação de valor.

As F&A são operações de investimento que deverão ser analisadas segundo os vários critérios financeiros. Portanto, só deverão realizar-se se as duas empresas valerem mais juntas do que separadas. Isto é, o VAL para A, de uma fusão com B é medido pela diferença entre o ganho e o custo e deverá ser positivo.

Assim, para Brealey *et al.* (2011), o ganho da fusão (G) será  $G = V_{AB} - (V_A + V_B)$ , em que  $V_{AB}$  = valor da empresa A após a fusão;  $V_A$  = valor da empresa A antes da fusão e  $V_B$  = valor da empresa B antes da fusão.

O Custo (C) para A será  $C = \text{pagamento em dinheiro} - V_B$ .

Pelo que o  $VAL = G - C = V_{AB} - (V_A + V_B) - (\text{pagamento em dinheiro} - V_B)$ .

Utilizando um critério meramente financeiro, só se deve avançar para a fusão se o VAL resultante da operação for positivo.

Mas esta não é uma questão pacífica. Alguns autores consideram que as fusões e aquisições apresentam uma elevada taxa de insucesso.

## 4 Revisão de literatura

Não há dúvida que o interesse pelos efeitos das fusões horizontais foi motivado pelo crescimento da literatura sobre o assunto, que teve o seu início com um trabalho importante de Salant, Switzer e Reynolds (1983). Nesse trabalho, a questão que os autores colocam é o de saber em que condições é que as fusões são uma opção rentável.

Salant *et al.* (1983), tentam explorar e avaliar as implicações das fusões na rendabilidade das empresas intervenientes. Para tal, utilizam o modelo estático de Cournot, em que as fusões assumem um papel exógeno. Neste modelo as empresas atuam independentemente, com custos de produção unitários iguais e constantes, vendem um produto homogéneo com uma curva da procura linear, e o preço (único) do mercado resulta da oferta agregada das empresas. A variável estratégica manipulada por cada uma das empresas é a quantidade produzida. De notar que as empresas determinam simultaneamente a quantidade oferecida.

Considerando  $N$  o número total de empresas, a fusão entre um número  $M$  daquelas empresas, em que  $M$  é, naturalmente, menor ou igual a  $N$ , originará que depois da fusão passe a haver  $N-M+1$  concorrentes. Dado que as empresas concorrem à Cournot (equilíbrio simétrico), a empresa resultante da fusão, em tudo idêntica às que nela não participaram, terá que produzir menos do que a soma das quantidades produzidas pelas empresas que lhe deram origem, provocando uma reação dos seus concorrentes, com um aumento da quantidade que produzem, para repor novamente o equilíbrio. Por conseguinte, este aumento de produção dos concorrentes pode em princípio provocar uma redução nos ganhos da empresa resultante da fusão. Salant *et al.* (1983) verificam que  $M$  tem de corresponder a, pelo menos, 80% de  $N$ , para que uma fusão seja rentável. Além disso concluíram que as fusões que tendem para o monopólio são sempre rentáveis. Apresentam, também, um interessante resultado em termos de bem-estar. Demonstram que certas fusões, por serem particularmente prejudiciais para a empresa resultante da fusão, não se realizam apesar de socialmente benéficas.

Perry e Porter (1985), criticam o modelo de Salant *et al.* (1983) dado que “models with constant average cost invite this conceptual fallacy by obstructing any notion of assets or firm size”. Eles argumentam que a empresa resultante da fusão tem acesso a combinar capacidade produtiva, sendo portanto de maior dimensão do que as empresas que lhe deram origem, ao contrário das empresas do modelo Salant *et al.* (1983) em que a empresa resultante da fusão não difere das restantes, continuando a ter acesso à mesma tecnologia. O modelo por eles apresentado assenta no facto de que a empresa resultante da fusão “fica na posse” (proveniente das empresas que lhe deram origem) de determinado ativo (fator produtivo) que lhe permite aumentar a produção a um determinado custo médio. A estrutura de custos é a característica chave deste modelo. Assim, a função custo total (C) para a firma com o “ativo”  $s$ , e em que  $x$  é a quantidade produzida,  $g$ , a proporção dos custos fixos totais da indústria;  $d$  e  $e$ , parâmetros, será:  $C_{(x,s)} = s \cdot g + d \cdot x + \frac{e}{2 \cdot s} \cdot x^2$ . Daqui resulta que o custo marginal (CMg), em que  $C_{(Mg)} = d + \frac{e}{s} \cdot x$ , é decrescente com o “ativo”.

Concluíram que o incentivo para a fusão depende de uma decisão complexa de duas forças. Primeiro, uma fusão resulta num aumento de preço. Mas, segundo, a produção da empresa resultante da fusão decresce relativamente à produção das empresas que lhe deram origem. Porém, a empresa resultante da fusão tem um custo marginal mais reduzido do que as suas predecessoras e, portanto, não reduz o seu nível de produção tão acentuadamente como no modelo de Salant *et al.* (1983). Isto fará que o aumento da produção pelos seus concorrentes seja também menor. Consequentemente aumenta o número de circunstâncias em que as fusões serão rentáveis. Mostram também que, quando a indústria é composta por empresas de diferente dimensão, as fusões podem ser rentáveis e que o incentivo para a fusão é o de igualar a dimensão das maiores.

Deneckere e Davidson (1985), em completa contradição com os resultados de Salant *et al.* (1983), vêm dizer que as fusões são sempre rentáveis. Na sua análise utilizam um modelo à Bertrand, em que o produto é diferenciado, os custos marginais e os custos médios são constantes e iguais para todas as empresas. Neste modelo, a variável estratégica é o preço e não a quantidade produzida, pois segundo eles, o preço é a variável estratégica natural escolhida pelas empresas (uma das críticas ao modelo de Cournot).

Para Deneckere e Davidson (1985), o incentivo para a fusão depende da interação de duas forças básicas: a primeira, é que uma fusão permite à empresa resultante absorver uma externalidade negativa, externalidade negativa esta que se traduz num efeito positivo para a empresa resultante da fusão, tanto a nível do preço como ao nível da quantidade; em segundo, a fusão vai permitir extrair uma espiral de respostas das empresas rivais. Antes da fusão, cada uma das empresas tem apenas em conta o efeito do preço que pratica sobre a quantidade que vende e ignora o impacto desse preço sobre a quantidade vendida pelos seus concorrentes. Após a fusão, a empresa resultante da fusão vai passar a ter em conta esse efeito, o que a leva a subir o preço praticado. No jogo do preço, esta resposta tende a ser benéfica para a empresa resultante da fusão porque a sua função reação é positivamente inclinada, logo uma subida de preços da empresa resultante da fusão é acompanhada pela subida de preços por parte das rivais, o que limita a perda de quota de mercado da empresa resultante da fusão. Por outro lado, na quantidade, a resposta das outras concorrentes tende a penalizar a empresa resultante da fusão porque a função reação é, no geral, negativamente inclinada.

Qual das forças é dominante? Isso vai depender do grau de possibilidade do produto ser substituído e do declive da curva dos custos marginais. As fusões, em termos de variável quantidade, são assim provavelmente desvantajosas quando os produtos não são muito diferenciados e quando os custos marginais não sobem muito rapidamente.

Concluem que, sob certas condições no sistema de procura, as fusões são sempre benéficas e se tornam mais rentáveis à medida que a dimensão aumenta. Não surpreendendo, assim, que na indústria a concentração leve em direção ao monopólio, não fosse a política *antitrust*.

Ferrel e Shapiro (1990), estudaram os efeitos das fusões nos preços dos produtos e no bem-estar social, utilizando o tradicional modelo de Cournot, com produtos homogéneos, em que as funções custos totais e produção são genéricas. Os autores admitem a utilização de restrições unicamente para manter a existência e a estabilidade do equilíbrio de Cournot. Fornecem as condições necessárias e suficientes para uma fusão aumentar os preços. Mostram que, de um modo geral, as fusões aumentam os preços. Isso acontece quando a fusão não cria sinergias. Admitem que as empresas possam apresentar diferentes níveis de

eficiência. Para uma fusão resultar em redução de preço é preciso criar consideráveis economias de escala ou de conhecimento. Concluem que “this result is only strengthened if the merger causes behaviour in the industry to shift from Cournot to something less competitive”.

O enfoque principal do trabalho de Ferrel e Shapiro (1990) é, contudo, os efeitos das fusões no bem-estar. Uma fusão provoca em geral uma alteração do equilíbrio. Os consumidores estão somente preocupados pelo efeito líquido em termos de produção agregada e as empresas rivais estão preocupadas pela alteração da produção de equilíbrio da empresa resultante da fusão e não acerca do que causa esta alteração. Ora, para Ferrel e Shapiro (1990), o efeito externo de uma fusão, quer nas empresas não participantes quer nos consumidores, depende só da alteração da produção de equilíbrio da empresa resultante da fusão. Assim, se as empresas não participantes não responderem à mudança de produção da empresa resultante da fusão, qualquer redução da produção será má, quer para as empresas rivais, quer para os consumidores. Estes últimos perderão mais. Assim, é condição suficiente para uma fusão ser socialmente benéfica que a soma destes efeitos, seja positiva.

Para Ferrel e Shapiro (1990), respeitadas determinadas condições, é condição suficiente mas não necessária para que uma fusão seja socialmente benéfica que a quota conjunta de mercado das empresas envolvidas na fusão, antes de esta ocorrer, seja inferior a um determinado limiar crítico ( $\lambda$ ), que corresponde a uma soma ponderada das quotas de mercado das empresas não envolvidas na fusão.

Apesar de criticarem as “orientações das fusões” (*Merger Guidelines*) por não serem baseadas numa análise explícita de como uma fusão afeta a produção de equilíbrio e o bem-estar, Ferrel e Shapiro (1990) parecem conferir suporte teórico a uma política *antitrust* que tenha por critério de decisão fundamental as quotas de mercado pré-fusão. Contudo referem que as fusões (rentáveis) devem ser permitidas exceto se os seus efeitos externos são suficientemente maus que pesam mais do que a sua rentabilidade. Porém, se uma fusão tiver um efeito externo benéfico, deve ser permitida.



Identificam, contudo, algumas limitações ao trabalho. Essas limitações estão associadas ao modelo de Cournot. Em primeiro, reconhecem que os resultados podem não se aplicarem bem aos mercados onde os produtos diferenciados são preponderantes; em segundo, ao assumirem que todas as empresas tem um comportamento à Cournot, antes e após a fusão, são ignorados quaisquer efeitos de fusões explícitas.

McAfee, Simons e Williams (1992), fazem notar que na extensa literatura sobre os efeitos das fusões horizontais nenhuma dá uma noção de mercado relevante. Assim propõem-se, para uma correta avaliação dos efeitos competitivos das fusões, “one must have an algorithm for identifying the relevant set of firms in the market. The relevant market bifurcates the set of all firms into two subsets: those firms that can be safely ignored when evaluating the competitive effects of a proposed merger and those firms that must be considered”. Referem, porém, que quando as empresas operam num único lugar com um produto homogêneo, a questão tem pouco significado.

Apresentam um modelo Cournot-Nash de fusões horizontais entre empresas que produzem um produto homogêneo mas praticam diferenciação de preço em função dos diferentes locais onde operam. Em cada local, as empresas têm custos marginais constantes mas diferentes.

O modelo sugere a definição de mercados geográficos relevantes afetados pela fusão e não em função de um critério de natureza independente. Isto é, a definição de mercado deve ser baseada no aumento previsível do preço em resultado da fusão, o qual depende da extensão da competição prevalecente, antes e após a fusão.

O contributo principal deste *paper* é o de fornecer um caminho simples aos “interessados” na definição de um mercado relevante quando ocorrem fusões. Por conseguinte, o modelo tem relevância para a definição de políticas *antitrust* que se devem preocupar qual o produto e mercado relevante que são afetados após uma fusão.

Norman e Pepall (1998), referem que o modelo de McAfee, Simons e Williams (1992), “suggest that one means by which Cournot firms might become "bigger" than their rivals is if the firms operate in spatially differentiated markets and employ spatial price discrimination. In this kind of setting, a two-firm merger is unlikely to result in the complete

elimination of one of the merging firms. Rather, in the post-merger game the merging firms will rationalize their operations by allocating demand at each consumer location that they both served prior to the merger to the lower cost plant for that location”. Porém, para Norman e Pepall (1998), este modelo não resolve o paradoxo das fusões já que apesar de a empresa resultante da fusão poder ser de maior dimensão do que as empresas rivais, eles demonstram que não aumenta o seu poder de mercado. Eles provam que a rentabilidade de uma fusão está positivamente relacionada com a diferença do custo marginal da empresa resultante da fusão e dos custos de transporte que incorre ao fornecer os consumidores e que está negativamente relacionado com o número de empresas que estão ativas no mercado afetado pela fusão. Concluem, também que o impacto da rentabilidade das fusões nos preços dos consumidores é muito pequeno.

Zhao e Howe (2004), estudam o comportamento das fusões num modelo Bertrand e desenvolvem ferramentas matemáticas requeridas para esta análise. Assim, a partir do equilíbrio de Bertrand, com custos assimétricos e uma estrutura de fusões arbitrária, em que o preço é a variável estratégica, caracterizam como os parâmetros custos e dimensão da empresa resultante da fusão afetam a sua rentabilidade. Os resultados obtidos revelam três principais diferenças entre a competição Cournot e Bertrand.

A primeira, é que numa competição à Bertrand, quer a dimensão quer a sinergia, não tem nenhum efeito na rentabilidade das fusões. Neste modelo as fusões sem sinergia ou com fraca sinergia, são sempre rentáveis, o que difere do modelo de Cournot no qual a dimensão e a sinergia afetavam, ambas, essa rentabilidade; a segunda, é que numa competição à Bertrand, uma fusão com fraca sinergia reduz a rentabilidade das rivais quando existam grandes poupanças de custos ou custos assimétricos, o que está em evidente contraste com o modelo de Cournot, onde uma fusão aumenta sempre os ganhos das rivais. A terceira, é que numa competição à Bertrand os ganhos da empresa resultante da fusão são sempre maiores que os ganhos das concorrentes; no modelo simétrico de Cournot os ganhos da empresa resultante da fusão e das concorrentes são iguais.

Referem, também que o resultado revela a possibilidade de os concorrentes utilizarem ações de *lobbys* e ações legais para bloquearem fusões. Finalizam o seu trabalho referindo que

estas novas evidências sugerem a possibilidade de novos resultados no modelo de Bertrand ainda não descobertos que estão para além das fronteiras da competição à Cournot.

Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy (2009), em resultado de estudos anteriores que apontam para a existência, em média, de ganhos para os acionistas em processos de F&A, analisam três potenciais fontes desses ganhos - eficiências produtivas, aproveitamento de benefícios fiscais e poder de mercado - dada a pequena evidência da importância relativa destas fontes de sinergia.

Ao contrário dos estudos anteriores que analisaram cada uma destas fontes individualmente, Devos et al. (2009), estudaram todas as fontes em simultâneo, tendo encontrado uma pequena evidência da importância relativa destas nos ganhos da fusão.

A partir das demonstrações financeiras efetuaram previsões dos *cash flows* da empresa adquirente, empresa alvo e resultante da fusão, de uma amostra de 264 grandes fusões industriais, no período de 1980-2004. Concluíram que os ganhos médios das fusões são de 10,03%, similar a outros estudos, que a estimativa das sinergias financeiras de poupanças fiscais foi somente de 1,64%, sugerindo este resultado que as poupanças fiscais representam um pequeno papel nas fusões e, que as sinergias operacionais em média rondam os 8,38%. Em estudos posteriores sobre sinergias operacionais revelaram que os ganhos decorrem principalmente de cortes nos gastos de investimento e não de aumento dos lucros operacionais. A pequena magnitude de sinergias atribuída ao aumento dos lucros mina o argumento de que os ganhos da fusão representam uma transferência de riqueza devido ao aumento do poder de mercado, estando consistente com a noção de que os regulamentos *antitrust* evitam fusões motivados principalmente por um aumento do poder de mercado.

Os estudos anteriores não tinham como objeto de estudo o setor segurador. De facto, apesar “of the dramatic changes in European financial markets”, como resultado da desregulação, moeda única e outras diretrizes económicas verificadas na Europa, a pesquisa, relativamente a F&A do setor segurador europeu, é ainda muito reduzida, como notam Cummins e Weiss (2004).

Para colmatar essa situação, Cummins e Weiss (2004), analisam as F&A no setor segurador europeu, durante o período de 1990-2002. Como referem, o objetivo do trabalho era determinar se as F&A, verificadas no setor segurador europeu durante esse período, criaram valor para os acionistas.

Para o seu trabalho utilizam uma amostra de F&A de empresas seguradoras selecionadas da interseção de duas bases de dados – a Thomson Financial SDC Database de F&A e a Datastream Database de preços de ações. A amostra incluía todas as transações de empresas seguradoras, quer fossem empresas adquirentes ou empresas alvo (adquiridas), desde que a transação envolvesse uma mudança de controlo, definida esta como uma aquisição que aumentasse a participação do adquirente de menos de 50% até 50% ou mais das ações da empresa a adquirir.

Analisaram 535 empresas adquirentes, das quais, 235 envolveram uma mudança de controlo. O número total de empresas alvo foi de 165, mas o número que resultou de uma mudança de controlo foi apenas de 52. A diferença encontrada entre as empresas alvo e empresas adquiridas que resultou uma mudança de controlo, deve-se ao facto de muitas empresas alvo serem subsidiárias de grandes empresas, empresas de capital fechado ou mútuas.

A metodologia utilizada foi a do *event study*. Procuraram encontrar retornos anormais das ações intervenientes na F&A, 15 dias antes do evento e 15 dias após o evento.

Os resultados foram analisados em três patamares e sempre na ótica da empresa adquirente e da empresa adquirida (alvo). Assim, em primeiro lugar, analisaram a totalidade das transações, de seguida as transações domésticas e as transnacionais. As conclusões da análise do *event study* foram as seguintes:

- No caso da totalidade das transações, com ou sem mudança de controlo, e para as empresas adquirentes, mostraram que em média têm retornos anormais negativos (geralmente menos do que 1%), em vários *event windows* à volta da data da transação. Em contrapartida, as empresas alvo (adquiridas), apresentam uma significativa criação de valor, podendo as ações ter ganhos médios que variam entre os 3,88%, para 1 dia antes e 1 dia após o evento) e os 8,85%, para 15 dias antes e 15

dias após o evento). No caso de mudança de controlo, estes ganhos variam entre o intervalo 7,5% a 16,6%, dependendo do *window* em que nos posicionamos;

- No caso das transações domésticas, com e sem mudança de controlo, e para as empresas adquirentes, apresentaram, em média, retornos anormais negativos, estatisticamente significativos em diversos *event windows*. Contrariamente, as empresas alvo apresentaram, em média, retornos anormais positivos. No caso de mudança de controlo esses ganhos para o *event window* (-1, +1) é de 11,88%, enquanto sem mudança de controlo é de 4,35%.
- No caso das transações transnacionais, com e sem mudança de controlo, para as empresas adquirentes, apresentam, em média, um retorno anormal perto do zero. Uma vez mais se verifica que as empresas alvo apresentam, em média, retornos anormais positivos. Estes ganhos são ligeiramente superiores no caso de haver mudança de controlo. Ex.: para a *window* (-1, +1), sem mudança de controlo -2,97%; com mudança de controlo -5,35%. Além disso, são sempre inferiores aos ganhos obtidos nas transações domésticas.
- Ou seja, as empresas adquirentes tendem a perder valor e as empresas adquiridas tendem a ganhar valor. Por outro lado, concluem que para as empresas adquirentes as transações transfronteiriças são neutras, enquanto as transações domésticas destroem valor.

## **5 Metodologia e dados**

### **5.1 Estudo de caso**

A metodologia aplicada à realização desta dissertação é, quanto ao objetivo, a pesquisa exploratória, que visa proporcionar uma maior familiaridade com o problema.

Efetuada a pesquisa bibliográfica adequada ao fundamento teórico, para a continuidade da investigação procedeu-se a um estudo de caso.

O estudo de caso corresponde, assim, a um modelo de análise intenso de uma situação particular (caso). Segundo Roesch (2005), as características mais relevantes do método de estudo de caso, são:

- estudar fenómenos em profundidade dentro do seu contexto;
- especialmente adequado ao estudo de organizações;
- explorar fenómenos com base em várias perspetivas.

O estudo de caso pareceu-nos o mais adequado para a realização da investigação, porque “possui um carácter exploratório, sem nenhum controlo experimental ou de manipulação (Pozzebon & de Freitas, 1998, citado por Martins & Belfo, s/data), além de permitir uma flexibilidade do plano inicialmente traçado sem se perder a precisão e a eficácia do mesmo, tendo em vista contribuir para o conhecimento e o de relacionar os resultados com a teoria generalizada.

De um modo geral, a generalização de um estudo de um caso não é possível, apesar de alguns autores admitirem já essa possibilidade, “dependendo da semelhança do exemplo em causa” (Descombe, 1998, citado por Bell, 2010).

Esta limitação, porém, pode ser uma oportunidade, fornecendo, em simultâneo, informações, para pesquisas futuras.

## **5.2 Identificação do objeto de estudo**

O estudo de caso apresentado tem como objeto de estudo a “Lusitania Companhia de Seguros, S.A.”, (adiante designada por Lusitania), a primeira seguradora privada portuguesa a constituir-se após o 25 de abril de 1974.

### **5.2.1 Lusitania Companhia de Seguros, S.A.**

Fundada em 6 de junho de 1986, sob a forma jurídica de sociedade anónima, a Lusitania dedica-se ao exercício da atividade de seguros e de resseguros para todos os ramos técnicos “não vida”, com exceção do ramo de seguros de crédito.

Com a sua sede em Lisboa, a Lusitania é uma seguradora portuguesa integrada no grupo Montepio Geral, cuja empresa mãe da companhia é a Associação Mutualista Montepio Geral.

Tendo como principal canal de distribuição a sua rede de agentes (mediadores), a Lusitania, adquiriu em 2 de novembro de 2009, 85% do capital social da Real Seguros, S.A., tendo em 31 de dezembro de 2009 concretizado a fusão por incorporação da totalidade dos ativos e passivos da Real Seguros, S.A..

Os objetivos estratégicos da Lusitania para o triénio 2007-2009 visavam, entre outros, o reforço do posicionamento da Lusitania no mercado segurador e a criação de valor para todos os *stakeholders*.

### **5.2.2 O mercado segurador português**

A tomada de consciência das inúmeras ameaças e perigos que o ameaçam, levou a que o Homem transferisse para as seguradoras esse risco e, consequentemente, as consequências

da verificação dos mesmos. A transferência para uma companhia de seguros é um dos meios mais antigos e, simultaneamente, mais modernos e eficazes de proteção contra os riscos que podem pôr em causa a integridade física ou patrimonial do homem.

É hoje inquestionável que o desenvolvimento económico só foi possível pela existência de um mecanismo “coletivo de partilha e redução de perdas”. É nesse contexto que Cruz (2006, p. 37) refere que a “indústria seguradora constitui um setor muito sensível à evolução da economia, crescendo com ela ou sofrendo as consequências das suas crises em primeira linha”.

De acordo com a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundo de Pensões (ASF), um contrato de seguro é um contrato através do qual o segurador assume a cobertura de determinados riscos, comprometendo-se a satisfazer as indemnizações ou a pagar o capital seguro em caso de ocorrência do sinistro, nos termos acordados. Em contrapartida, o tomador do seguro obriga-se a pagar o prémio correspondente.

É neste sentido que na atividade seguradora se fala em ciclo de produção inverso para exprimir o facto de os prémios de seguros serem obtidos antes do pagamento das prestações.

Como refere Pereira da Silva (2000), a reparação de danos causados por sinistros constitui o aspeto socialmente mais relevante do seguro, podendo as prestações pagas pelas seguradoras ocorrer sob a forma indemnizatória (reparação de perdas), sob a forma de um capital a um beneficiário (capital em caso de morte) ou sob a forma de uma renda (renda vitalícia em caso de sinistro à idade de reforma).

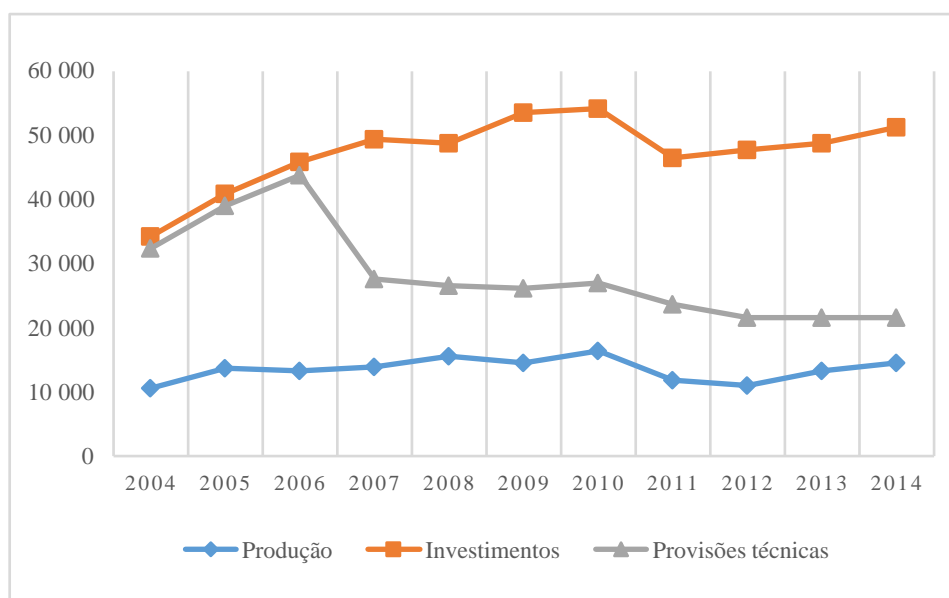
A medida das suas responsabilidades futuras é dada pelo montante das provisões técnicas, as quais, as seguradoras como gestoras de riscos de património e de rendimento, são obrigadas a caucionar num *portfolio* diversificado, prudencialmente disperso e de congruência monetária entre ativos e responsabilidades. Como refere Santos (2007), “os investimentos efetuados pelas empresas de seguros para fazer face às responsabilidades assumidas deverão obedecer, por razões óbvias, a três princípios básicos: segurança, rentabilidade e liquidez”.



Constata-se que, para além da gestão das mutualidades, principal e mais conhecida função das seguradoras, que consiste na redistribuição equitativa de prestações entre segurados em consequência da verificação de um acontecimento desfavorável, as seguradoras são elas próprias investidores institucionais, isto é, intermediários financeiros.

Refere Pereira da Silva (2000) que “a importância dos seguros mede-se não só pelo volume de prémios e indemnizações envolvidas mas também pelo volume de investimento proporcionado à economia nacional”.

**Gráfico 4: Produção, Investimentos e Provisões Técnicas das Empresas de Seguros Portuguesas**



Fonte: Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões, ASF. Elaboração própria.

Os rendimentos obtidos dos investimentos das provisões técnicas e dos capitais próprios permitem, muitas vezes, obter rendimentos financeiros que lhes permitem compensar eventuais resultados técnicos negativos. De facto, podemos dividir a atividade seguradora em duas componentes diferentes, embora complementares: a componente técnica ou a exploração técnica, decorrente da produção de seguros, e a componente financeira ou a exploração financeira, esta consequente da gestão de ativos próprios ou de caucionamento das provisões técnicas. A exploração técnica pode ainda dividir-se em duas áreas de operações – seguros de vida e seguros de não vida. Os primeiros incluem os seguros

temporários de vida, os de capitalização, os seguros mistos e os de poupança-reforma. O ramo não-vida inclui o seguro automóvel, o seguro de incêndio, o de responsabilidade civil, o multirriscos, os de acidentes pessoais e os de saúde.

Se o seguro, para o segurado (tomador de seguro) é visto como uma transferência de risco para a seguradora, “o resseguro é o seguro do segurador”. De facto, através do resseguro as companhias de seguros cedem parte do risco ao ressegurador permitindo-lhes (i) a sua dispersão; (ii) a homogeneização do risco e (iii) o aumento da sua capacidade de subscrição de novos riscos.

A atividade seguradora e resseguradora em Portugal é regulada pela Lei nº 147/2015, de 9 de setembro. O acesso à atividade pode ser feito em dois regimes, estabelecimento ou livre prestação de serviços (LPS), pelas seguintes entidades: sociedades anónimas; mútuas; sucursais de empresas de seguros com sede em outros estados membros da União Europeia (UE); sucursais de empresas de seguros com sede em países territórios; empresas de seguros públicas ou de capitais públicos; e por empresas que adotem a forma de sociedade europeia.

**Tabela 2: Número de empresas de seguros a operar em Portugal**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Vida	23	23	24	22	22	22	21	20	20	19	20
Não Vida	39	41	45	53	51	52	59	47	47	46	46
Mistas	7	7	7	11	12	13	12	12	12	12	12
<b>Total</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>76</b>	<b>86</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>92</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>77</b>	<b>78</b>

Fonte: Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões, ASF e elaboração própria.

O mercado de seguros na UE é regulado através de diretivas europeias, cabendo a cada Estado-membro a sua transposição para a sua legislação interna, devendo adaptá-la aos seus sistemas legais e produzir a necessária regulamentação específica complementar.

De acordo com os princípios gerais estabelecidos pelas diretivas da UE, a regulação e a supervisão do setor segurador assentam em dois vértices essenciais: (1) no controlo do acesso à atividade seguradora; e (2) no acompanhamento da atividade seguradora das empresas de seguros, nomeadamente através da verificação da suficiência das suas garantias financeiras, onde assume importância fundamental a supervisão prudencial dessas empresas.

No que diz respeito ao acesso à atividade seguradora o seu controlo é efetuado numa base *ex ante* ou *a priori*, avaliando o cumprimento de critérios de *fit and proper* para os gestores e acionistas, a viabilidade técnica e económica do plano de atividades, a existência de um plano mínimo de fundos próprios e o controlo das participações qualificadas.

Quanto ao acompanhamento do exercício da atividade, a supervisão assenta no essencial numa base *ex post* ou pós contratual, isto é, as seguradoras emitem livremente os seus contratos de acordo com as regras técnicas e a legislação aplicável, sendo os mesmos analisados, pela autoridade de supervisão, numa base não sistemática. Porém, a autoridade de supervisão, numa base continuada, efetua o acompanhamento do nível e da adequação das garantias financeiras das empresas de seguros.

As seguradoras vendem uma “promessa”. Promessa que só se materializa se o risco efetivamente se concretizar. O prémio é a contribuição monetária paga pelo tomador de seguro (segurado) em troca do compromisso (garantia) que lhe é concedida. Assim, como já tínhamos referido, ao contrário das restantes empresas de produção de bens e serviços, as empresas de seguros recebem primeiro o rendimento e o custo (indenização) só é conhecido *a posteriori* – ciclo de produção inverso.

Salvaguardando a garantia dos segurados, no que respeita à exigência de garantias financeiras, o sistema de solvência europeu é baseado em três pilares: (1) provisões técnicas suficientes calculadas de forma prudente; (2) representação dessas provisões por ativos adequados e equivalentes; e (3) margem de solvência consubstanciada num nível mínimo de fundos próprios para fazer face à aleatoriedade do negócio.

A atividade seguradora em Portugal é regulada e supervisionada pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundo de Pensões (ASF). A ASF é a autoridade nacional responsável pela regulação e supervisão, quer prudencial, quer comportamental, da atividade seguradora, resseguradora, dos fundos de pensões e respetivas entidades gestoras e da mediação de seguros em Portugal. O seu âmbito consta da Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro, diploma legal que regula o regime jurídico de acesso e de exercício da atividade seguradora e resseguradora.

## 5.3 Dados e metodologia

### 5.3.1 Dados

Para o presente trabalho foram recolhidos os seguintes dados:

- Relatórios e Contas individuais da Lusitania para os anos de 2004 a 2014 e outras informações retiradas do *site* da companhia; e
- Publicações com relevância e credibilidade comprovada nos mercados financeiros, nomeadamente a emanada pela ASF, investing.com, bolsapt.com, etc..

### 5.3.2 Metodologia

De acordo com Blackburn, Jones, Schwartzman e Siegman (2005), só existem 2 modelos aplicáveis a empresas de seguros: o do método dos *Cash Flows* Descontados (*Discounted Cash Flows*, DCF) e o *Economic Value Added* (EVA).

Na avaliação de criação de valor vamos utilizar o VAL, isto porque, de acordo com Brealey *et al.*, 2011, o VAL conduz a melhores decisões de investimento do que qualquer outro critério de avaliação, em consonância com o que referem Copeland, Koller e Murrin (1996, p.22), “it is the only measure that requires complete information”.

Para Copeland *et al.* (1996), o cálculo do valor da empresa pelo método dos DCF, pode ser dividido em dois fluxos de caixa: o primeiro correspondente ao valor presente dos fluxos de caixa do período em análise e, o segundo, ao valor presente após esse período. Isto é,

$$\text{Valor da empresa} = \text{Valor presente dos fluxos de caixa durante o período de análise} + \text{Valor presente dos fluxos de caixa após esse período}$$

Assim, o valor da empresa será dado pela fórmula:

$$(1) \quad V = \sum_{t=1}^n \frac{FC_{t_n}}{(1+k)^t} + \frac{FC_{n+1}}{k-g} \times \frac{1}{(1+k)^n}$$

em que:

$FC_{tn}$  = Fluxo de Caixa da empresa no período  $n$  (da projeção);

$FC_{tn+1}$  = Fluxo de Caixa da empresa no período  $n+1$  (mantido até à perpetuidade);

$k$  = Taxa de atualização (desconto); e

$g$  = Taxa de crescimento esperado até à perpetuidade.

O valor da empresa ( $V$ ) depende de dois fatores determinantes:

1. dos fluxos de caixa gerados pelos ativos e passivos da companhia;
2. do risco (ou “volatilidade”) desses fluxos. Este risco reflete-se no custo do capital.

### **5.3.2.1 Os fluxos de caixa**

Dependendo da perspetiva da avaliação, são dois os tipos de fluxos de caixa utilizados: o fluxo de caixa livre para os acionistas (Jensen, 1986), se utilizado na ótica dos sócios ou acionistas, ou o fluxo de caixa operacional (FCO) se utilizado na ótica da entidade (Neves, 2002).

Assim, quando está em “apreciação o valor criado pelos negócios atuais da empresa, o conceito de fluxo de caixa a utilizar deverá ser o fluxo de caixa operacional” (Neves, 2011). Os fluxos de caixa operacionais são a base de cálculo do valor de uma empresa, “pois evidenciam se a exploração da empresa é geradora ou absorvedora de dinheiro” (Neves, 2014).

Os fluxos de caixa podem ser apurados por dois métodos – o método direto e o método indireto. O método direto obriga as entidades a uma organização contabilística própria de modo a registar todos os movimentos que passam por “caixa e depósitos à ordem”. Por sua vez, o método indireto, que não é aceite para efeitos de relato financeiro <sup>6</sup>, tem como ponto de partida os resultados líquidos da empresa.

A NCRF 2 classifica as atividades da empresa em três tipos: atividades operacionais, atividades de investimento e atividades de financiamento.

Sobre as atividades operacionais refere a NCRF que são “um indicador-chave da medida em que as operações da entidade geraram fluxos de caixa suficientes para pagar empréstimos, manter a capacidade operacional da entidade, pagar dividendos e fazer novos investimentos, sem recurso a fontes externas de financiamento”.

O FCO pode ser calculado a partir das demonstrações financeiras (método indireto). Deste modo,

$$FCO = RO(1-t) + \text{depreciações e amortizações do período} + \text{variação de provisões e imparidades} - \text{variação de necessidades de fundo de maneio} - \text{investimentos de substituição}$$

em que:

$RO$  = resultado operacional

$t$  = taxa efetiva de imposto sobre os lucros

---

<sup>6</sup> O atual SNC determina que a elaboração da Demonstração dos Fluxos de Caixa deve ser elaborada pelo método direto (NCRF 2 – Demonstração de Fluxos de Caixa).

Qualquer que seja o método utilizado (direto ou indireto), os fluxos de caixa são, obviamente, iguais.

**Tabela 3: Métodos de cálculo de fluxos de caixa operacional**

<b>Método direto</b>	<b>Método indireto</b>
Atividades operacionais:	Atividades operacionais:
+ Recebimentos de clientes	+ Resultados operacionais
+ Outros recebimentos operacionais	+ Amortizações do exercício
- Pagamentos a fornecedores	+ Provisões do exercício
- Pagamentos ao pessoal	- Acréscimo das NFM
- Outros pagamentos operacionais	- Investimentos de substituição
- Investimentos de substituição	
= <b>Fluxos de caixa operacional</b>	= <b>Fluxos de caixa operacional</b>

Fonte: Neves, 2014.

No cálculo do valor da empresa (V) vamos utilizar os dois métodos acima indicados (direto e indireto).

O resultado operacional corresponde ao “resultado técnico” da demonstração de resultados, e de acordo com Pereira da Silva (2000) corresponde ao “resultado da atividade técnica”, sendo “um dos indicadores mais firmes e significativos para aferir da segurança oferecida pelas seguradoras em matéria de cobertura das suas responsabilidades”.

### 5.3.2.2 O custo de capital

A taxa de atualização ou o custo de oportunidade do capital, não é mais do que a rendibilidade que o acionista exige para implementar um projeto de investimento, constituindo a sua determinação o fator crítico na avaliação da empresa.

Damodaran (2010, citado por Castro, 2010), define risco em finanças como a probabilidade de se receber um retorno inesperado sobre um investimento, o que inclui, não apenas os maus resultados, ou abaixo do esperado, mas também, os bons, acima do esperado.

A taxa de atualização a utilizar deve corresponder ao risco associado aos fluxos de caixa. Como refere Castro (2010), diversos autores argumentam que do ponto de vista de retorno, para que uma empresa ou projeto obtenha retorno positivo e, portanto, crie valor para o acionista, a taxa de atualização usada deve ser no mínimo, a taxa equivalente ao custo do capital, indo ao encontro de Brealey *et al.* (2011, p.709), que referem que o custo de capital é uma taxa mínima para as decisões de investimento.

O custo de capital ou a taxa de atualização deve representar o custo global do capital da empresa (alheio e próprio), correspondendo, assim, a uma média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio, ao qual denominamos de WACC – *Weighted-Average Cost of Capital* (Demodaran, 2010, citado por Castro, 2010).

Assim, o WACC para além de incorporar os riscos associados ao negócio desenvolvido pela empresa, reflete igualmente os custos de oportunidade dos detentores de capital (acionistas e terceiros) que financiam as atividades operacionais da empresa.

$$(2) \quad WACC = K_A = \left( \frac{S}{S + D} \times K_S \right) + \left( \frac{D}{S + D} \times K_D \times (1 - t) \right)$$

em que:

$WACC = K_A$  = Weighted-Average Cost of Capital, custo médio ponderado do capital;

$S$  = valor do mercado do capital próprio;

$D$  = valor do mercado da dívida;

$K_S$  = taxa (custo) de retorno esperada/exigida dos capitais próprios (acionistas);

$K_D$  = taxa (custo) de retorno da dívida (capital alheio);

$t$  = taxa de imposto efetiva sobre os lucros.



A estimativa do custo do capital alheio ( $K_D$ ) tem por base os dados contabilísticos da Lusitania.

O custo dos capitais próprios ( $K_S$ ), foi calculado através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), já que este indica de uma forma direta a relação entre o risco e a rendibilidade exigida pelos acionistas.

$$(3) \quad K_S = r_f + (r_m - r_f) \times \beta_S$$

em que:

$K_S$  = taxa (custo) de retorno esperada/exigida dos capitais próprios (acionistas);

$r_f$  = taxa de retorno de uma aplicação isenta de risco;

$r_m$  = taxa de retorno do índice de mercado;

$(r_m - r_f)$  = prémio de risco do mercado;

$\beta$  = medida do risco sistemático (ou do mercado) do título em relação à carteira em que está inserido.

A taxa de juro sem risco ( $r_f$ ) reflete a remuneração de ativos isentos de risco. As obrigações de dívida pública (dívida soberana), embora não sendo totalmente isentas de risco, financeiramente, e de um modo geral, consideram-se como um indicador fiável de ativos sem risco.

Tendo presente a recente crise financeira associada à dívida soberana de alguns países da zona euro, entre os quais Portugal, optamos pela utilização das *bund* alemãs com maturidade a 10 anos como aproximação à taxa de juro sem risco. A escolha prendeu-se com o facto de a dívida pública alemã manter uma notação AAA. As *yields to maturity* utilizadas foram disponibilizadas pela geocodia.com e pela Federal Reserve Bank of St. Louis.

A taxa de retorno do risco do mercado ( $r_m$ ) foi obtida a partir da capitalização do índice bolsista de Portugal, o PSI20, através da seguinte fórmula:

$$(4) \quad \left[ \left( \frac{PSI20 \text{ 30} - 06 - 2015}{PSI20 \text{ 31} - 12 - 1992} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \right]$$

Relativamente ao coeficiente do risco sistémico  $\beta$ , dado que a Lusitania não é cotada em bolsa, nem nenhuma companhia de seguros, no período em análise, era cotada na bolsa portuguesa, para a sua estimação, em detrimento do  $\beta$  contabilístico<sup>7</sup>, optamos por estimar o beta a partir dos betas das companhias de seguro a operar em Portugal e cotadas num mercado europeu.

Na falta de valor de mercado, atendendo que a Lusitania não é cotada em bolsa, consideramos para o valor dos capitais próprios ( $S$ ) e do valor da dívida ( $D$ ), os respetivos valores contabilísticos.

---

<sup>7</sup> A estimação do  $\beta$  através dos dados contabilísticos, teve como precussões desta orientação Beaver, Kettler e Scholes (1970), Beaver e Manegold (1975) e Bildersee (1975) (citados por Neves, 2014). Duas limitações significativas a este modelo são indicadas por Neves (2014). A primeira prende-se, com as poucas observações, limitando o poder estatístico; a segunda, tem a ver com os resultados contabilísticos que muitas vezes são “suavizados”, o que leva a um enviesamento dos betas contabilísticos.

## 6 Resultados

### 6.1 Cálculo do valor da empresa

Na nossa análise, o ano de transação foi excluído por ser afetado por vários fatores associados à operação, nomeadamente pelo facto de a mesma ter ocorrido a 31 de dezembro de 2009.

#### 6.1.1 Cálculo das variáveis

##### 6.1.1.1 Fluxos de Caixa Operacionais

Como atrás referimos, os FCO foram calculados tanto pelo método direto como pelo método indireto. Uma vez que a empresa disponibiliza os FCO a partir de 2007, pelo método direto, procedemos ao cálculo dos FCO, utilizando o método indireto, para o período entre 2004 a 2006.

**Tabela 4: Cálculo do FCO - método indireto de 2004 a 2006**

	(Valores em euros)		
	2004	2005	2006
<b>Resultado operacional (RO)</b>	<b>3 631 109</b>	<b>3 507 803</b>	<b>4 940 386</b>
Taxa efetiva	2,30%	2,37%	25,19%
<b>+ RO (1-t)</b>	<b>3 547 771</b>	<b>3 424 533</b>	<b>3 695 955</b>
Ajustamentos:			
<b>+ Amortizações do exercício</b>	<b>1 337 077</b>	<b>1 328 092</b>	<b>1 869 816</b>
<b>+ Provisões</b>	<b>9 642 051</b>	<b>15 780 820</b>	<b>20 326 042</b>
<b>+ Imparidades (liq de reversões)</b>	<b>-2 540 936</b>	<b>-2 950 549</b>	<b>-3 118 477</b>
<b>- Necessidades em Fundo de Maneio (NFM)</b>	<b>-7 796 207</b>	<b>-2 737 437</b>	<b>12 676 381</b>
<b>- Investimento de substituição</b>			
<b>Fluxo de caixa da atividade operacional</b>	<b>19 782 169</b>	<b>20 320 333</b>	<b>10 096 955</b>

Fonte: Elaboração própria

Na próxima tabela, temos o cálculo dos FCO publicados nas demonstrações financeiras da empresa.

**Tabela 5: FCO - método direto de 2007 a 2014**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Valores em euros								
Atividades operacionais								
Recebimentos de prémios	119 479 535	113 489 867	99 650 743	171 541 260	166 066 791	133 673 312	111 575 171	109 992 059
Recebimentos de reembolsos	1 074 814	1 148 368	1 055 161	2 939 280	2 569 826	2 630 207	6 329 020	3 840 355
Recebimentos de operações de cosseguro	383 759	332 807	453 162	398 538	743 930	305 911	686 021	1 188 896
Recebimentos de operações de resseguro	11 407 065	147 694	171 065	1 867 840	5 994 339	14 957 190	7 812 342	3 352 102
Pagamentos de sinistros	-89 467 135	-76 285 782	-71 284 600	-127 067 774	-147 412 612	-144 087 661	-121 114 270	-100 406 152
Pagamentos de comissões	-1 958 158	-2 618 687	-2 125 934	-2 713 871	-2 757 490	-2 253 337	-1 682 899	-1 660 198
Pagamentos de estornos	-1 207 325	-1 301 396	-1 410 263	-1 681 023	-1 465 405	-1 788 530	-1 538 933	-1 081 775
Pagamentos de operações de cosseguro	-393 803	-808 204	-792 615	-709 256	-429 566	-953 115	-136 912	-200 510
Pagamentos de operações de resseguro	-12 028 412	-13 740 124	-13 496 767	-20 298 434	-22 063 849	-15 283 296	-16 110 906	-18 417 520
Pagamentos a fornecedores	-10 172 978	-9 198 848	-9 496 727	-17 177 756	-13 111 256	-8 947 087	-6 610 554	-4 810 007
Pagamentos ao pessoal	-7 681 822	-7 983 186	-8 011 566	-13 671 905	-12 209 628	-12 725 729	-11 948 245	-12 887 851
Pagamentos/recebimentos do imposto sobre o rendimento	-27 187 843	-25 605 201	-26 005 701	-43 799 498	-43 163 018	-38 758 092	-34 995 130	-35 258 204
Outros pagamentos/recebimentos relativos atividade operacional	24 825 899	25 131 190	5 652 515	36 465 789	47 284 230	41 687 833	36 590 969	25 602 362
<b>Fluxo de caixa operacional</b>	<b>7 073 596</b>	<b>2 708 498</b>	<b>-25 641 524</b>	<b>-13 906 809</b>	<b>-19 953 708</b>	<b>-31 542 394</b>	<b>-31 144 326</b>	<b>-30 746 443</b>

Fonte: Relatórios e Contas da Lusitania. Elaboração própria.

Em resumo:

**Tabela 6: FCO por ano**

	(Valores em milhares de euros)										
	Período anterior à fusão					Ano da fusão	Período posterior à fusão				
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>FCO</b>	19 782	20 320	10 097	7 074	2 708	-25 642	-13 907	-19 954	-31 542	-31 144	-30 746

Fonte: Elaboração própria e Relatório e Contas da Lusitania.

### 6.1.1.2 Custo de Capital

Os dados referentes ao custo de financiamento ( $K_D$ ), foram retirados da nota 20 – Custos de financiamento das notas ao Balanço e Conta de Ganhos e Perdas. Por sua vez, a taxa de imposto efetiva sobre os lucros foi retirada das demonstrações financeiras da empresa e foi calculada dividindo o imposto sobre o rendimento pelos resultados positivos antes de impostos. O resultado é conforme segue:

**Tabela 7: Cálculo do Custo do Capital Alheio**

Antes da aquisição da Real Seguros, S.A.						Após aquisição da Real Seguros, S.A.					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Custos (euros)	0	0	0	0	0	0	367 587	455 994	514 735	314 516	318 235
Dívida (euros)	0	0	0	0	0	18 000 000	18 000 000	20 500 000	20 500 000	20 500 000	11 500 000
$K_D$						0,00%	2,04%	2,22%	2,51%	1,53%	2,77%
$T$	2,3%	2,4%	25,2%	47,0%	35,2%	48,7%	32,4%				
$K_D(1-T)$	na	na	na	na	na	-48,7%	-30,3%	2,2%	2,5%	1,5%	2,8%

Fonte: Elaboração própria

Consideramos como uma boa *proxy* da taxa de juro sem risco ( $r_f$ ), a taxa das *bund* alemãs a 10 anos.

A taxa de retorno do risco do mercado ( $r_m$ ), foi calculada a partir do índice PSI20, tendo-se obtido uma taxa de 2,77%, conforme tabela abaixo:

**Tabela 8: Cálculo da taxa de risco de mercado**

	data	cotação	nº anos
PSI	30-06-2015	5 551,94	22,5
	31-12-1992	3 000,00	
$R_m$	$\left[ \left( \frac{PSI_{20\ 30-06-2015}}{PSI_{20\ 31-12-1992}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \right] = 2,77\%$		

Fonte: www.bolsapt.com. Elaboração própria

O beta foi estimado a partir das companhias de seguro que operam em Portugal e que são cotadas num mercado europeu, tendo o seu valor resultado da média ponderada pelas respetivas quotas de mercado do negócio em Portugal.

**Tabela 9: Beta das companhias europeias cotadas a operar em Portugal**

Empresa	Quota de mercado	Bolsa de valores	Índice	Beta*
Allianz	8,10%	32,79% Frankfurt	DAX	1,39
AXA Seguros	7,20%	29,15% Paris	CAC 40	1,95
Zurich Insurance PLC	6,00%	24,29% Suíça	SMI	1,01
Generali S.p.A.	3,40%	13,77% Milão	FTSE MIB	1,18
<b>Beta estimado</b>				<b>1,43</b>

Fonte: www.investing.com. Elaboração própria.

Analizadas as variáveis, a taxa de retorno esperada/exigida dos capitais próprios pelos acionistas ( $K_S$ ), será:

**Tabela 10: Cálculo do CAPM**

Antes da aquisição da Real Seguros, S.A.						Após aquisição da Real Seguros, S.A.					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rf	3,58%	3,34%	3,77%	4,21%	3,05%	3,14%	2,91%	1,93%	1,30%	1,80%	0,59%
Rm	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%	2,77%
$\beta$	1,432024	1,4320243	1,432024	1,4320243	1,432024	1,4320243	1,4320243	1,4320243	1,4320243	1,4320243	1,4320243
$K_S$	<b>2,42%</b>	<b>2,53%</b>	<b>2,34%</b>	<b>2,15%</b>	<b>2,65%</b>	<b>2,61%</b>	<b>2,71%</b>	<b>3,14%</b>	<b>3,41%</b>	<b>3,19%</b>	<b>3,72%</b>

Calculadas as várias componentes, o custo médio ponderado do capital será, em cada um dos anos, o seguinte:

**Tabela 11: Cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC)**

(Valores em euros)											
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
S	19 250 000	19 250 000	19 250 000	25 000 000	25 000 000	25 580 895	26 000 000	26 000 000	26 000 000	26 000 000	12 500 000
D	0	0	0	0	0	18 000 000	18 000 000	20 500 000	20 500 000	20 500 000	11 500 000
S+D	19 250 000	19 250 000	19 250 000	25 000 000	25 000 000	43 580 895	44 000 000	46 500 000	46 500 000	46 500 000	24 000 000
$K_S$	2,5%	2,5%	2,3%	2,1%	2,7%	2,6%	2,9%	3,5%	3,8%	3,7%	3,8%
$K_D$	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0,0%	2,0%	2,2%	2,5%	1,5%	2,8%
T	2,3%	2,4%	25,2%	47,0%	35,2%	48,7%	32,4%				
<b>WACC = K</b>	<b>2,54%</b>	<b>2,54%</b>	<b>2,29%</b>	<b>2,11%</b>	<b>2,71%</b>	<b>1,53%</b>	<b>1,69%</b>	<b>1,97%</b>	<b>2,14%</b>	<b>2,06%</b>	<b>1,96%</b>

### 6.1.1.3 Taxa de crescimento ( $g$ )

A taxa de crescimento ( $g$ ) considerada foi a taxa média geométrica dos fluxos de caixa operacionais, ou seja:

$$(5) \quad g = \sqrt[n]{\frac{FCO_n}{FCO_0}} - 1$$

Esta opção teve em atenção a volatilidade dos FCO.

### 6.1.2 Valor da empresa

Definidas as variáveis, procedemos ao cálculo do valor da empresa no ano de 2008. O resultado é o seguinte:

**Tabela 12: Valor da empresa antes da aquisição da empresa alvo**

	(Valores em euros)					
	2004	2005	2006	2007	2008	$\infty$
FCO	19 782 169	20 320 333	10 096 955	7 073 596	2 708 498	2 708 498
$K_A$	2,54%	2,54%	2,29%	2,11%	2,71%	2,71%
$g$						-39,2%
Valor atual por ano	21 873 578	21 911 155	10 563 673	7 223 010	2 708 498	3 934 059
<b>Valor total da empresa</b>						<b>68 213 972</b>

Fonte: Elaboração própria

De igual modo, calculamos o valor da empresa para o período após aquisição, localizados no ano de 2008, tendo obtido o seguinte resultado:

**Tabela 13: Valor da empresa após aquisição da empresa alvo**

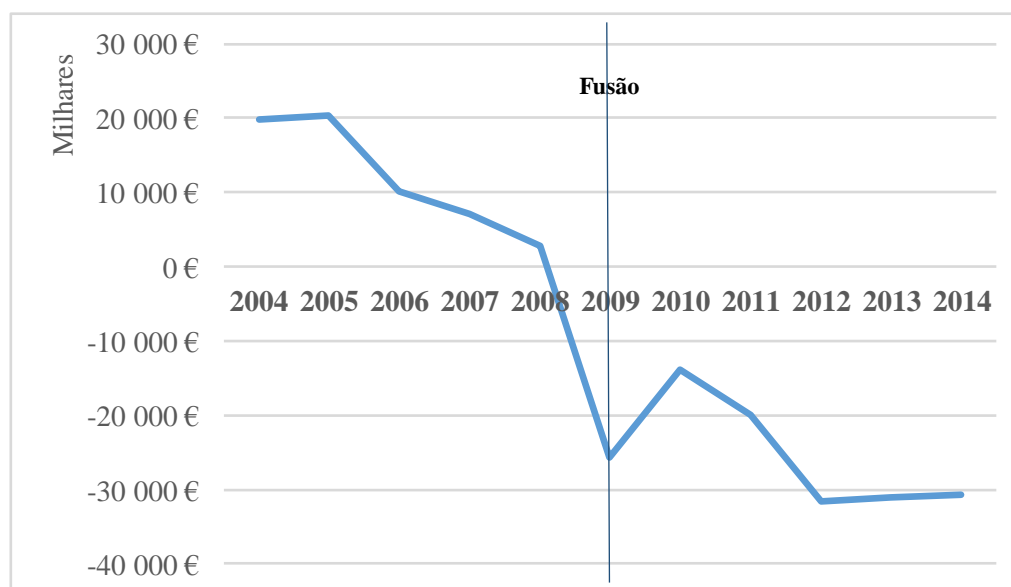
	(Valores em euros)					
	2010	2011	2012	2013	2014	∞
FCO	-13 906 809	-19 953 708	-31 542 394	-31 144 326	-30 746 443	-30 746 443
K <sub>A</sub>	1,69%	1,97%	2,14%	2,06%	1,96%	1,96%
g						21,9%
Valor atual por ano	-13 447 113	-18 821 034	-28 978 879	-28 119 767	-27 360 273	167 022 326
<b>Valor total da empresa</b>						<b>50 295 260</b>

Fonte: Elaboração própria

Como podemos apreciar, no primeiro exercício completo após a aquisição da empresa, os FCO passam para valores negativos e a tendência para a diminuição desses fluxos vai-se agravando, tal como traduzido pela taxa de variação média calculada de 21,9%. Se matematicamente esta taxa é positiva, economicamente significa que os FCO têm-se deteriorando. Tendo em conta que temos uma taxa de variação anormalmente grande e que temos fluxos de caixa negativos, aplicando a fórmula apresentada para o cálculo do valor da empresa  $\left( V = \sum_{t=1}^n \frac{FC_{t_n}}{(1+k)^t} + \frac{FC_{n+1}}{k-g} \times \frac{1}{(1+k)^n} \right)$  deparamo-nos simultaneamente com um numerador e denominador negativos no cálculo do valor em perpetuidade, o que vem originar um resultado positivo no cálculo do valor da empresa. Por esse motivo procedemos a uma análise da evolução dos FCO, bem como da produção de seguro direto (vendas), que apresentamos nos gráficos infra:

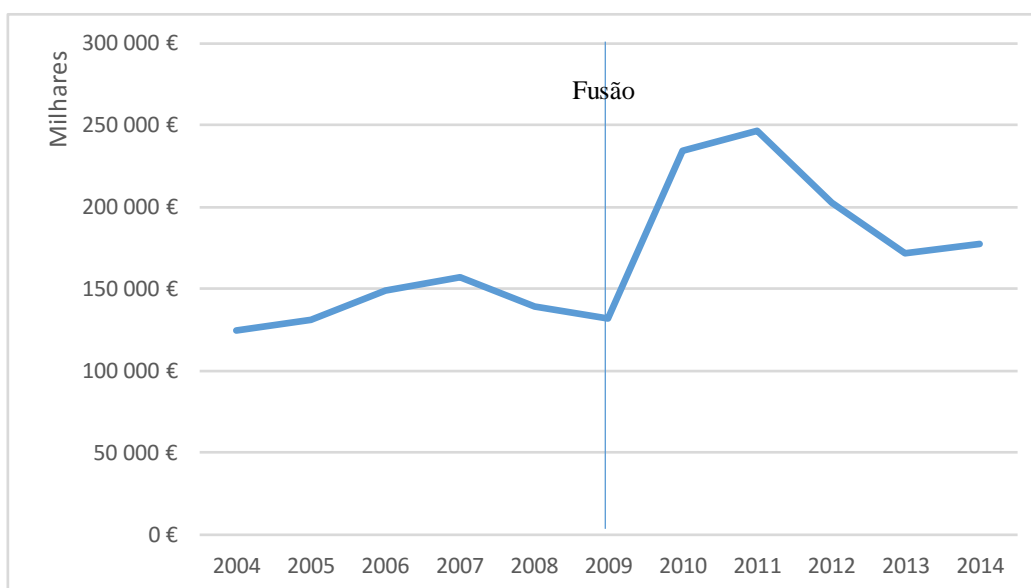


**Gráfico 5: Evolução dos FCO no período de 2004-2014**



Fonte: Elaboração própria

**Gráfico 6: Evolução da produção direta (vendas)**



Fonte: Conta de Ganhos e Perdas da Lusitania. Elaboração própria.

## 6.2 Análise dos resultados

Pela análise dos dados verificamos que os FCO vinham a diminuir antes da fusão, podendo ser esta uma das razões da opção pela F&A, uma maneira de crescer mais rapidamente em detrimento do crescimento orgânico, mais lento. Porém, após a fusão assiste-se a uma deterioração dos FCO colocando em causa a criação de valor através do processo de F&A, na medida em que um FCO positivo significa que as atividades operacionais estão a gerar meios financeiros que serão usados para manter a empresa a funcionar, isto é, “para pagamentos compulsivos, como encargos financeiros, itens extraordinários e pagamento de impostos sobre lucros” (Neves, 2014). Caso esses meios não sejam suficientes, há necessidade de recorrer aos fluxos de caixa de atividades de investimento ou de financiamento, este último a implicar alterações de estrutura de capitais da empresa. A Lusitania, a partir de 2009, socorreu-se do financiamento de terceiros através da emissão de obrigações subordinadas.

De acordo com Brealey *et al.*, 2011, o valor da Lusitania seria dado pela fórmula:

$$VAL = \text{património após fusão} - \text{património antes da fusão} (V_L)$$

$$= (V_{(L+R)} - \text{pagamento em dinheiro à empresa alvo} (R)) - V_L$$

Porém, atendendo ao facto de os FCO serem negativos após a consolidação e de apresentarem uma taxa de decrescimento substancial, o seu cálculo não apresenta sentido económico.

Por outro lado, atendendo a que um dos motivos da concentração foi o aumento da quota de mercado, pela análise da evolução da produção, verificamos que após o pico de 2011 (cerca de 250 milhões euros), a produção tem vindo a cair, o que está consistente com Perry & Porter (1985) que referem que a produção da empresa resultante da fusão decresce relativamente à produção das empresas que lhe deram origem, e com Deneckere e Davidson (1985) que mencionam que as fusões em termos de variável quantidade são sempre desvantajosas quando os produtos não são muito diferenciados.

Concluindo, os resultados obtidos estão consistentes com Cummins e Weiss (2004) quando referem que as empresas adquirentes tendem a perder valor com as fusões.

### **6.3 Motivos do insucesso das F&A**

São várias as razões para as F&A falharem. Bellinger e Hillman (2000), (citados por Vazirani, 2012), mencionam: a imitação de estratégias de F&A sem compreensão adequada; a falta de integração; o excesso de confiança; estimação inadequada da empresa alvo; a falta de liderança ou de linhas estratégicas após a negociação de F&A; e, a redução de recursos.

Ferreira (2002), sublinha que é “fundamental a escolha cuidadosa das empresas a adquirir ou a combinar”, chamando a atenção para o comportamento dos decisores, que é vital, já que são estes que, com muita frequência, conduzem a uma avaliação não adequada das empresas-alvo por excessiva confiança, e/ou vaidade e/ou incapacidade em avaliar todas as principais componentes do problema.

Por sua vez, Gadiesh e Ormiston (2002, citados por Vazirani, 2012), observaram cinco possíveis razões para o insucesso das F&A: fraca lógica estratégica; pagamento em excesso pela aquisição; plano de integração e execução inadequado; vazio na liderança executiva; e, incompatibilidade cultural.

Haspeaslagh e Jeminson (2004, citados por Vazirani, 2012), argumentam que uma das razões para o insucesso das F&A prende-se com o facto de os gestores da empresa adquirida estarem mais preocupados com as questões financeiras, quantificáveis, ignorando a confusão da dimensão humana.

Anteriormente, Giles (2000, citado por Vazirani, 2012), também reportou que uma das muitas razões para o insucesso das F&A baseava-se na negligência dos recursos humanos. Para ele, as empresas que não conseguiram reconhecer a importância dos recursos humanos na sua organização e o seu papel no êxito da integração, ainda não conseguiram alcançar o sucesso.

Alfred *et al.* (2005, citados por Vazirani, 2012), aponta a desigualdade de dimensão das empresas fusionadas como uma das razões para o insucesso das F&A. Dimensões diferentes irão provocar um desequilíbrio de poder, especialmente se a adquirida for uma empresa mais pequena, já que a adquirente (grande empresa) não se irá preocupar em acomodar as questões da empresa adquirida, não incidindo, assim, nas áreas de integração.

Confirma-se, assim, a grande variedade de razões para o insucesso de F&A. Como refere Ferreira (2002), “cada fusão ou aquisição apresenta caraterísticas únicas”, sendo necessário “penetrar na complexa textura das fusões ou aquisições” para se tentar encontrar a verdadeira razão ou razões, pois, muitas vezes elas “apresentam um elevado grau de interligação”.

## 7 Conclusões

Este trabalho teve como objetivo a análise da criação de valor em processos de F&A.

Dos vários tipos de fusões, o nosso estudo incide sobre as fusões horizontais, que têm lugar entre duas empresas que operam e competem na mesma indústria e atuam no mesmo mercado. A obtenção de economias de escala é o objetivo natural deste tipo de fusões. Porém, verificamos que para além desta sinergia operacional, o aumento da quota de mercado é, também, um dos principais motivos de consolidação de empresas. Qualquer que seja a motivação, o fim é permitir a criação de valor para os acionistas. Um grande número de estudos têm sido realizados em torno das operações de F&A, incidindo em particular sobre os efeitos na riqueza dos acionistas envolvidos. Porém, muitas questões mantêm-se em aberto e as conclusões permanecem inconsistentes.

Efetuamos um estudo de caso que tem como objeto de estudo a compra da Real Seguros, S.A. pela Lusitania em 2009, utilizando como método de avaliação o DCF, com o fim de determinar se a referida fusão por incorporação criou valor para os acionistas da empresa adquirente. O período em análise abrange os anos de 2004 a 2014. O ano da fusão, 2009, não foi considerado.

A análise dos resultados demonstra que uma das principais variáveis no método de avaliação utilizado e um dos principais indicadores da *performance* da empresa, o FCO, degradou-se após a aquisição, pelo que o resultado do cálculo do valor da empresa segundo o método utilizado, economicamente não faz sentido.

Sucedem que o FCO “evidencia se a exploração da empresa é geradora ou absorvedora de dinheiro”, sendo o motor de toda atividade da empresa, pelo que a sua deterioração é um indicador que coloca em causa a criação de valor com o processo de fusão.

Por outro lado, a diminuição de produção verificada, indicia que o principal objetivo da fusão – aumento da quota de mercado – não foi alcançado.

Estas conclusões enquadram-se nos estudos realizados sobre as F&A na atividade seguradora, que apontam para a perda de valor das empresas adquirentes.

Uma das desvantagens do estudo de caso diz respeito à própria escolha do caso a estudar. Contudo, durante o nosso trabalho deparamo-nos com algumas dificuldades. As principais limitações foram o acesso à informação e a pouca liquidez do mercado de capitais, não só em termos de volume, mas, também, e principalmente, de participantes. Confinados ao Relatório e Contas da empresa adquirente, eventuais ajustamentos contabilísticos não foram efetuados por falta de elementos, por outro lado, de um modo geral, a dificuldade de informação não nos permitiu alargar o objeto de estudo a outras empresas. O facto de a empresa não ser cotada e a pouca dimensão da bolsa portuguesa, trouxe-nos, também, dificuldades a nível do cálculo do custo de capital.

Pelas razões apontadas, os resultados do presente trabalho devem ser considerados com prudência, constituindo *per si* uma oportunidade para investigação futura.

Seria, também, interessante, em trabalhos futuros, um estudo mais alargado sobre as F&A em empresas de seguros, atividade ainda pouco estudada.

## Referências Bibliográficas

- ASF. (2015). *Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões*. Obtido de <http://www.asf.com.pt/NR/exeres/1BCE3171-23D8-429F-B59E-E2C1F75788E5.htm>. [Consulta em 3 de setembro 2015].
- Bell, J. (2010). *Como realizar um projeto de investigação*. 5ª Edição. Gradiva.
- Blackburn, W. E., Derek, A. J., Schwartzman, J. A., & Siegman, D. (21 de September de 2005). The Application of Fundamental Valuation Principles to Property/Casualty Insurance Companies. *Proceedings of the Casualty Actuarial Society-Arlington, Virginia 2005: XCII*, pp. 257-491.
- Bolsa de Lisboa. (2015). [www.bolsadelisboa.com](http://www.bolsadelisboa.com). Obtido de <http://www.bolsadelisboa.com.pt/products/indices/PTING0200002-XLIS>. [Consulta em 30 de setembro 2015].
- Bolsapt.com. (2015). Obtido de <http://www.bolsapt.com/historico/PSI20.NX/1/de-01-06-2015-a-30-06-2015/> [Consulta em 25 de setembro 2015].
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. 10ª Edition. McGraw-Hill/Irwin.
- Castro, D. M. (2010). Criação de Valor em Fusões e Aquisições. *Dissertação de Mestrado, S. Paulo (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de S. Paulo)*.
- Conso, P. (1997). *A Empresa em 20 Lições*. Porto: RÉS-Editora, Lda.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1996). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2nd Edition. McKinsey & Company, Inc.

- Cruz, M. M. (2006). *Fundamentos do Processo de Decisão Estratégica na Indústria Seguradora Portuguesa*. Lisboa: Edições Colibri e Instituto Politécnico de Lisboa.
- Cummins, J. D., & Weiss, M. A. (2004). Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and Acquisitions Create Value for Shareholders? *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp. 217-258.
- Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. *Stern School of Business*.
- Decreto-Lei nº 144/2006, de 31 de julho. (s.d.). *Diário da República nº 146/2006. I Série. Ministério das Finanças e da Administração Interna*.
- Deneckere, R., & Davidson, C. (1985). Incentives to form coalitions with Bertrand competition. *Rand Journal of Economics*, Vol. 16, nº 4, Winter, pp. 473-486.
- Devos, E., Kadapakkam, P.-R., & Krishnamurthy, S. (2009). How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power and Efficiency Improvements as Explanation for Synergies. *The Review of Financial Studies*. Vol. 22, nº 3.
- Farrell, J., & Shapiro, C. (March de 1990). Horizontal Mergers: An equilibrium Analysis. *The American Economic Review*, Vol. 80, nº 1, pp. 107-126.
- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2015). <https://www.stlouisfed.org/>. Obtido de <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/IRLTLT01DEM156N> [Consulta em 25 de setembro 2015].
- Fernandes Ferreira, R. (2004). O valor criado na empresa. *Revista de Contabilidade e Comércio*. Vol. LIX. Nº 236, 473-490.
- Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *Working Paper, nº 449. IESE Business School. University of Navarra*.



- Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas, Vol. I*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- GECODIA.COM. (2015). <http://www.gecodia.com/>. Obtido de [http://www.gecodia.com/Germany-Government-10Y-Yields\\_a1307.html](http://www.gecodia.com/Germany-Government-10Y-Yields_a1307.html) [Consulta em 25 setembro 2015].
- INVESTING.COM. (2015). Obtido de <http://www.investing.com/equities/europe> [Consulta em 25 de julho 2015].
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, nº 2., pp. 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, pp. 305-360.
- Lei 147/2015, de 9 de setembro. (s.d.). *Diário da República nº 176/2015, I Série. Assembleia da República*.
- Lusitania Companhia de Seguros. (2015). *Relatório e Contas. 2004-2015*. Obtido de <http://www.lusitania.pt/relatorio-e-contas-2014/8086.htm?acc=1> [Consulta em 28 de maio 2015].
- Marques, M. d. (2000). Contributos para uma nova metodologia de análise financeira da empresa. *Revista de Contabilidade e Comércio*, nº 226. Vol. LVII, pp. 215-239.
- Martins, J. C., & Belfo, F. (s/d). Métodos de Investigação Qualitativa - Estudos de Casos na Investigação em Sistemas de Informação. *Proelium nº 14. Revista da Academia Militar*.
- Matos, P. V., & Rodrigues, V. (2000). *Fusões e Aquisições: Motivações, efeitos e política*. Principia, Publicações Universitárias e Científicas.

- McFee, R. P., Simons, J. J., & Williams, M. A. (1992). Horizontal Mergers in a Spatially Differentiated Noncooperative Markets. *The Journal of Industrial Economics* 0022-1821.
- Muller, A. N., & Teló, A. R. (2003). Modelos de avaliação de empresas. *Revista FAE*. V.6, n° 2, pp. 97-112.
- Neves, J. C. (1997). *Reestruturação das empresas - papel das fusões e aquisições na internacionalização da economia*. Obtido de <[http://pascal.iseg.ulisboa.pt/~jcneves/paper\\_congresso\\_roc97ROC.PDF](http://pascal.iseg.ulisboa.pt/~jcneves/paper_congresso_roc97ROC.PDF)>.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Neves, J. C. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. 2ª Edição. Texto Editores, Lda.
- Neves, J. C. (2014). *Análise e relato financeiro - uma visão integrada de gestão*. 7ª Edição. Texto Editora.
- Norman, G., & Peppal, L. (1998). Horizontal Mergers in Spatially Differentiated NonCooperative Markets: a Comment. *Discussion Papers Series*, n° 9804. Department of Economics, Tufts University.
- Pereira da Silva, C. (2000). *Da Economia e da Gestão nas Empresas de Seguros*. Vida Económica.
- Perry, M. K., & Porter, R. H. (March de 1985). Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger. *The American Economics Review*.
- Rappaport, A. (2007). *A criação de valor para o acionista: um guia para investidores e gestores*. 2ª Edição. Editora Planeta DeAgostini, SA.

- Roesch, S. M. (2005). *Porjetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso*. 3ª Edição. Editora Atlas.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2002). *Corporate Finance*, 6ª edição. McGraw-Hill.
- Sá, A. L. (Julho de 1995). Considerações sobre o conceito de valor em contabilidade. *Jornal de Contabilidade*, nº 220, pp. 193-197.
- Salant, S. W., Switzer, S., & Reynolds, R. J. (May de 1983). Losses Due to Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, nº 2, pp. 185-199.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (1999). *Economia*. 16.ª Edição. McGraw-Hill de Portugal, Lda.
- Santos, J. G. (2007). *Contabilidade de Seguros*. Quid Juris - Sociedade Editora, 2ª Edição.
- Smith, A. (2010). *Riqueza das Nações*. Vol. I. 6ª Edição. Fundação Calouste Gulbenkian.
- Sundaram, A. K. (2006). Tender para os acionistas. Em F. Times, & D. Económico, *Dominar a gestão financeira* (pp. 19-25).
- SWISS RE. (2015). Obtido de [http://media.swissre.com/documents/sigma3\\_2015\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma3_2015_en.pdf). [Consulta em 28 setembro 2015].
- Valente, H. (1999). Fusões e Aquisições: contributos teóricos para uma nova abordagem. *Working Paper*, nº 90. Faculdade de Economia do Porto.
- Valente, H. (2005). *Fusões e Aquisições - Regulação e Finanças das Empresas*. Vida Económica.

Vazirani, N. (September de 2012). Mergers and Acquisitions Performance Evaluation - A Literature Review. *SIES Journal of Management*. Vol. 8(2).

Wikipedia. (2015). Obtido de <https://pt.wikipedia.org/wiki/PSI-20>. [Consulta em 30 de setembro 2015].

Zhao, J., & Howe, E. C. (2004). Merger Incentives and Inverse Matrices from Bertrand Competition. *Econometric Society 2004 North American Summer Meetings, Econometric Society*.

## Anexos

### Anexo 1: Demonstração da Posição Financeira 2004-2008 – período pré-fusão

ATIVO	2004	2005	2006	2007	2008
Caixa e seus equivalentes e depósitos à ordem	3 184 645	5 259 828	5 463 401	5 792 336	2 473 905
Investimentos em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos	6 688 354	3 404 700	2 930 398	2 697 578	2 697 578
Ativos financeiros detidos para negociação	0	0	0	9 193 809	6 294 142
Ativos financeiros classificados no reconhecimento inicial ao justo valor através de ganhos e perdas	0	0	0	0	0
Derivados de cobertura	0	0	0	0	0
Ativos financeiros disponíveis para venda	75 232 095	95 574 322	103 629 593	103 640 556	104 880 774
Empréstimos concedidos e contas a receber	20 568 604	22 291 594	38 533 127	38 007 648	31 767 154
Investimentos a deter até à maturidade	0	0	0	0	0
Terrenos e edifícios	36 864 111	38 246 745	41 880 283	39 868 335	40 421 935
Outros ativos tangíveis	1 003 052	1 185 396	1 189 734	5 682 674	7 756 137
Inventários	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	3 983 172	3 983 172
Outros activos intangíveis	2 856 663	2 440 249	2 634 552	735 655	1 034 863
Provisões técnicas de resseguro cedido	13 857 199	13 871 392	22 294 284	16 874 998	17 920 515
Ativos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	0	0	0	1 328 663	1 409 381
Outros devedores por operações de seguros e outras operações	50 994 687	52 694 316	63 331 070	60 154 974	51 025 080
Ativos por impostos e taxas	0	0	0	3 620 265	5 860 286
Acréscimos e diferimentos	2 781 723	3 616 960	4 954 792	3 153 671	2 237 913
Outros elementos do activo	0	0	0	0	0
Ativos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>214 031 136</b>	<b>238 585 502</b>	<b>286 841 235</b>	<b>294 734 335</b>	<b>279 762 834</b>
<b>PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO</b>					
<b>PASSIVO</b>					
Provisões técnicas	130 314 034	145 506 929	176 118 641	185 251 561	181 074 251
Passivos financeiros da componente de depósito de contratos de seguro e de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento	0	0	0	0	0
Outros passivos financeiros	4 098 174	5 371 066	6 997 771	6 144 079	6 010 264
Passivos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	0	0	0	73 820	129 732
Outros credores por operações de seguros e outras operações	21 044 750	19 017 797	24 034 397	26 505 515	30 625 444
Passivos por impostos e taxas	4 361 733	4 723 395	5 579 865	10 400 905	10 038 203
Acréscimos e diferimentos	22 390 833	30 246 924	38 969 425	35 755 603	26 193 064
Outras provisões	144 114	368 039	346 053	300 062	289 129
Outros elementos do passivo	0	0	0	0	0
Passivos de um grupo para alienação classificado como detido para venda	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>182 353 637</b>	<b>205 234 151</b>	<b>252 046 151</b>	<b>264 431 546</b>	<b>254 360 087</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>					
Capital	19 250 000	19 250 000	19 250 000	25 000 000	25 000 000
(Ações Próprias)	0	0	0	0	0
Outros instrumentos de capital	0	0	0	0	0
Reservas de reavaliação	4 402 802	4 477 431	5 673 366	-3 194 699	-10 615 830
Reserva por impostos diferidos	0	0	0	837 329	2 315 966
Outras reservas	5 461 300	6 712 197	7 529 920	2 427 718	3 594 416
Resultados transitados	0	0	0	4 343 982	2 715 743
Resultado do exercício	2 563 397	2 911 723	2 341 798	888 460	2 392 450
<b>TOTAL CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>31 677 499</b>	<b>33 351 351</b>	<b>34 795 084</b>	<b>30 302 789</b>	<b>25 402 746</b>
<b>TOTAL PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>214 031 136</b>	<b>238 585 502</b>	<b>286 841 235</b>	<b>294 734 335</b>	<b>279 762 834</b>

Fonte: Relatório e Contas da Lusitania e elaboração própria

**Anexo 2: Conta de Ganhos e Perdas 2004-2008 – período pré-fusão**

CONTA GANHOS E PERDAS	2004	2005	2006	2007	2008
<b>CONTA TÉCNICA</b>					
Prémios adquiridos líquidos de resseguro	100 133 964	104 428 866	121 307 723	132 199 958	122 524 436
Comissões de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento ou como contratos de prestação de serviços	0	0	0	0	0
Custos com sinistros, líquidos de resseguro	71 027 850	72 451 320	86 542 952	95 730 857	86 352 420
Montantes pagos	64 450 503	61 642 246	71 391 921	85 304 617	85 403 561
Provisão para sinistros (variação)	6 577 347	10 809 074	15 151 031	10 426 240	948 859
Outras provisões técnicas, líquidas de resseguro (variação)	353 123	969 929	792 249	2 171 430	-194 100
Participação nos resultados, líquida de resseguro	0	0	0	0	0
Custos e gastos de exploração líquidos	29 994 151	32 860 559	36 383 384	41 552 001	34 316 185
Rendimentos	2 693 787	2 937 915	4 639 071	5 482 158	6 425 479
Gastos financeiros	374 864	413 498	413 867	495 459	515 250
Ganhos líq de activos e passivos financ não valorizados ao JV através de ganhos e perdas	1 791 986	2 466 781	1 939 508	3 509 202	318 485
Ganhos líq de activos e passivos financeiros valorizados ao JV através de ganhos e perdas	748 950	483 768	1 178 969	-218 165	-662 929
Diferenças de câmbio	0	0	0	0	0
Ganhos líquidos pela venda de activos não financeiros que não estejam classificados como activos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	0	0	0	0	0
Perdas de imparidade (líquidas de reversão)	0	0	0	132 256	4 167 602
De activos disponíveis para venda	0	0	0	132 256	4 167 602
De empréstimos e contas a receber valorizados a custo amortizado	0	0	0	0	0
De investimentos a deter até à maturidade	0	0	0	0	0
De outros	0	0	0	0	0
Outros rendimentos/gastos técnicos, líquidos de resseguro	12 409	-114 219	7 568	14 046	124 423
Ganhos e perdas de associadas e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0
Ganhos e perdas de activos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	0	0	0	0	0
<b>Resultado Técnico</b>	<b>3 631 109</b>	<b>3 507 803</b>	<b>4 940 386</b>	<b>905 196</b>	<b>3 572 537</b>
<b>CONTA NÃO TÉCNICA</b>					
Rendimentos	92 840	76 645	109 759	258 786	435 070
Gastos financeiros	12 913	10 777	21 937	29 453	33 117
Ganhos líquidos de activos e passivos financeiros não valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	5 208	0	16 966	1 282 734	-336
Ganhos líquidos de activos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	0	0	0	0	0
Diferenças de câmbio	0	0	0	0	0
Ganhos líquidos pela venda de activos não financeiros que não estejam classificados como activos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	0	0	0	0	0
Perdas de imparidade (líquidas de reversão)	-56 972	409 138	0	0	0
Outras provisões (variação)	337 594	252 922	481 923	480 551	69 380
Outros rendimentos/gastos	-812 009	70 913	-1 432 966	-261 388	-214 473
Goodwill negativo reconhecido imediatamente em ganhos e perdas	0	0	0	0	0
Ganhos e perdas de associadas e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0
Ganhos e perdas de activos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	0	0	0	0	0
<b>Resultado não Técnico</b>	<b>-1 007 496</b>	<b>-525 279</b>	<b>-1 810 102</b>	<b>770 128</b>	<b>117 763</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS</b>	<b>2 623 613</b>	<b>2 982 524</b>	<b>3 130 284</b>	<b>1 675 325</b>	<b>3 690 300</b>
<b>RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>2 563 397</b>	<b>2 911 723</b>	<b>2 341 798</b>	<b>888 459</b>	<b>2 392 450</b>

Fonte: Relatório e Contas da Lusitania e elaboração própria

**Anexo 3: Demonstração da Posição Financeira 2009-2014 - após fusão**

(Valores em euros)						
ATIVO	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Caixa e seus equivalentes e depósitos à ordem	6 620 715	4 168 745	8 439 627	26 682 800	10 160 576	12 739 960
Investimentos em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos	15 659 178	15 247 578	13 396 268	13 396 268	13 396 268	27 896 268
Ativos financeiros detidos para negociação	7 991 597	6 693 786	3 085 303	2 857 638	107 971	
Ativos financeiros classificados no reconhecimento inicial ao justo valor através de ganhos e perdas	15 560 388	15 060 130	5 914 292	5 005 340	4 841 306	2 573 925
Derivados de cobertura	0	0	0	0	0	0
Ativos financeiros disponíveis para venda	223 890 719	216 000 454	143 532 141	137 675 170	153 044 796	137 711 763
Empréstimos concedidos e contas a receber	50 860 172	40 951 909	42 025 769	37 513 480	31 876 983	30 056 722
Investimentos a deter até à maturidade	0	0	62 871 239	56 451 106	42 636 951	26 701 387
Terrenos e edifícios	59 724 005	71 326 320	74 746 557	74 607 002	72 273 734	70 823 615
Outros ativos tangíveis	12 874 895	7 887 724	3 748 863	8 118 487	8 023 443	8 854 360
Inventários	0	0	0	0	0	0
Goodwill	18 673 846	18 673 846	18 673 846	18 673 846	18 673 846	18 673 846
Outros activos intangíveis	19 190 170	18 632 172	17 078 911	15 238 143	13 677 356	13 492 721
Provisões técnicas de resseguro cedido	35 559 019	35 422 053	37 596 315	33 383 518	31 185 399	31 606 285
Ativos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	1 653 796	0	169 101	412 763	59 993	0
Outros devedores por operações de seguros e outras operações	63 861 678	87 928 882	91 529 541	74 794 778	69 887 267	56 788 088
Ativos por impostos e taxas	16 061 973	13 868 446	5 775 284	9 961 537	16 695 836	10 962 497
Acréscimos e diferimentos	2 167 541	4 197 926	4 116 081	3 207 634	2 945 627	3 275 900
Outros elementos do activo	149 788	5 667	0	0	0	0
Activos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>550 499 481</b>	<b>556 065 639</b>	<b>532 699 139</b>	<b>517 979 510</b>	<b>489 487 352</b>	<b>452 157 337</b>
<b>PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO</b>						
<b>PASSIVO</b>						
Provisões técnicas	359 186 881	349 204 660	343 784 657	326 145 545	322 388 745	308 839 510
Passivos financeiros da componente de depósito de contratos de seguro e de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento	0	0	0	0	0	0
Outros passivos financeiros	25 290 900	36 560 447	39 486 665	42 789 292	33 577 815	18 699 189
Passivos por benefícios pós-emprego e outros benefícios de longo prazo	0	59 612	0	0	2 035 000	2 792 915
Outros credores por operações de seguros e outras operações	39 107 172	28 969 790	26 194 758	29 973 182	36 583 909	22 328 597
Passivos por impostos e taxas	15 108 849	11 742 570	11 683 952	10 954 389	10 435 979	9 744 661
Acréscimos e diferimentos	26 533 086	47 530 906	45 659 901	35 338 721	33 985 138	38 354 219
Outras provisões	6 924 175	6 000 252	4 594 345	4 762 792	4 025 765	4 428 202
Outros elementos do passivo	0	0	0	0	0	0
Passivos de um grupo para alienação classificado como detido para venda	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>472 151 063</b>	<b>480 068 237</b>	<b>471 404 279</b>	<b>449 963 921</b>	<b>443 032 351</b>	<b>405 187 293</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>						
Capital	25 580 895	26 000 000	26 000 000	26 000 000	26 000 000	12 500 000
(Ações Próprias)	0	0	0	0	0	0
Outros instrumentos de capital	46 546 001	46 546 001	46 546 001	66 546 001	66 546 001	44 660 848
Reservas de reavaliação	-797 908	-5 485 596	-9 728 188	-5 875 790	-4 197 843	-2 952 931
Reserva por impostos diferidos	240 414	1 531 142	2 871 243	1 703 979	1 154 407	752 997
Outras reservas	3 047 551	4 371 359	6 633 823	6 858 035	6 421 416	7 026 348
Resultados transitados	0	0	-11 132 471	-10 959 821	-27 216 636	
Resultado do exercício	3 731 466	3 034 497	104 452	-16 256 815	-22 252 344	-15 017 218
<b>TOTAL CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>78 348 418</b>	<b>75 997 403</b>	<b>61 294 860</b>	<b>68 015 589</b>	<b>46 455 001</b>	<b>46 970 044</b>
<b>TOTAL PASSIVO E CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>550 499 481</b>	<b>556 065 639</b>	<b>532 699 139</b>	<b>517 979 510</b>	<b>489 487 352</b>	<b>452 157 337</b>

Fonte: Relatório e Contas da Lusitania e elaboração própria

**Anexo 4: Conta de Ganhos e Perdas 2009-2014 – período após fusão**

(Valores em euros)						
CONTA GANHOS E PERDAS	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>CONTA TÉCNICA</b>						
Prémios adquiridos líquidos de resseguro	113 050 711	194 210 926	211 231 806	181 229 755	144 891 329	147 991 245
Comissões de contratos de seguro e operações considerados para efeitos contabilísticos como contratos de investimento ou como contratos de prestação de serviços	0	0	0	0	0	0
Custos com sinistros, líquidos de resseguro	82 144 546	143 968 166	167 744 115	163 316 153	137 235 039	122 524 775
Montantes pagos	83 471 251	159 445 302	172 877 287	163 024 524	141 580 257	135 105 887
Provisão para sinistros (variação)	-1 326 705	-15 477 136	-5 133 172	291 629	-4 345 218	-12 581 112
Outras provisões técnicas, líquidas de resseguro (variação)	-4 484 812	-3 168 737	-1 912 581	-1 092 111	5 672 377	455 065
Participação nos resultados, líquida de resseguro	0	0	0	0	0	0
Custos e gastos de exploração líquidos	32 591 454	58 496 885	56 256 715	49 659 120	44 630 213	46 500 254
Rendimentos	5 081 263	6 717 063	7 746 188	9 503 046	9 272 456	6 227 251
Gastos financeiros	552 137	1 473 709	1 702 613	1 731 739	1 406 958	1 119 143
Ganhos líq de activos e passivos financ não valorizados ao JV através de ganhos e perdas	2 400 385	1 821 137	673 527	4 107 602	13 974 695	12 901 923
Ganhos líq de activos e passivos financeiros valorizados ao JV através de ganhos e perdas	775 782	-1 113 734	-229 274	-351 548	351 091	-2 306 157
Diferenças de câmbio	0	0	0	0	0	0
Ganhos líquidos pela venda de activos não financeiros que não estejam classificados como activos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	0	0	0	0	0	0
Perdas de imparidade (líquidas de reversão)	4 216 759	1 935 667	4 138 516	3 380 847	2 400 124	1 112 166
De activos disponíveis para venda	4 216 759	1 861 087	4 138 516	2 892 146	1 541 902	857 532
De empréstimos e contas a receber valorizados a custo amortizado	0	0	0	0	0	0
De investimentos a deter até à maturidade	0	0	0	0	0	0
De outros	0	74 580	0	488 701	858 222	254 634
Outros rendimentos/gastos técnicos, líquidos de resseguro	120 311	961 809	999 567	487 324	-1 274 257	-770 039
Ganhos e perdas de associadas e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
Ganhos e perdas de activos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado Técnico</b>	<b>6 408 368</b>	<b>-108 490</b>	<b>-7 507 566</b>	<b>-22 019 569</b>	<b>-24 129 397</b>	<b>-7 667 180</b>
<b>CONTA NÃO TÉCNICA</b>						
Rendimentos	306 927	912 458	1 000 759	631 575	216 580	296 005
Gastos financeiros	9 522	84 262	78 951	270 624	236 056	208 878
Ganhos líquidos de activos e passivos financeiros não valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	0	0	1 528 070	2 190 032	0	-187 382
Ganhos líquidos de activos e passivos financeiros valorizados ao justo valor através de ganhos e perdas	0	0	0	0	0	0
Diferenças de câmbio	0	0	0	0	0	0
Ganhos líquidos pela venda de activos não financeiros que não estejam classificados como activos não correntes detidos para venda e unidades operacionais descontinuadas	0	0	0	0	0	0
Perdas de imparidade (líquidas de reversão)	0	0	0	1 431 709	2 852 296	-500 067
Outras provisões (variação)	13 695	-4 442 429	-1 405 907	168 447	-737 027	402 437
Outros rendimentos/gastos	-1 961 081	-673 839	1 135 580	-275 817	-2 947 057	0
Goodwill negativo reconhecido imediatamente em ganhos e perdas	2 540 380	0	0	0	0	-1 671 507
Ganhos e perdas de associadas e empreendimentos conjuntos contabilizados pelo método da equivalência patrimonial	0	0	0	0	0	0
Ganhos e perdas de activos não correntes (ou grupos para alienação) classificados como detidos para venda	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado não Técnico</b>	<b>863 009</b>	<b>4 596 785</b>	<b>4 991 365</b>	<b>675 010</b>	<b>-5 081 802</b>	<b>-1 674 132</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS</b>	<b>7 271 377</b>	<b>4 488 295</b>	<b>-2 516 201</b>	<b>-21 344 559</b>	<b>-29 211 199</b>	<b>-9 341 312</b>
<b>RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>3 731 466</b>	<b>3 034 497</b>	<b>104 452</b>	<b>-16 256 815</b>	<b>-22 252 344</b>	<b>-15 017 216</b>

Fonte: Relatório e Contas da Lusitania e elaboração própria